

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ

Державний вищий навчальний заклад
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА»

АКТИВІЗАЦІЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ в УКРАЇНІ

*Колективна монографія
за науковою редакцією
М. І. Дибби, Т. В. Майорової*

*До 15-річчя заснування
кафедри банківських інвестицій*

УДК 330.322(477)
ББК 65(4Укр.)-56
А 43

Автори

**Т. В. Майорова, М. І. Диба, С. В. Онишко, Ю. І. Козак, О. О. Ляхова,
С. В. Онікієнко, О. О. Смірнова, С. І. Ходакевич, О. Г. Шевченко, О. М. Диба,
В. І. Максимович, Є. С. Осадчий, Є. А. Поліщук, О. М. Юркевич,
О. М. Красножон, С. В. Мякишевська, С. В. Урванцева, Т. П. Шокало,
О. М. Шуплат, І. В. Власова, В. В. Крук, О. В. Нагорна, І. П. Петренко,
К. М. Гладчук, В. М. Левицька, Д. М. Фаріон, Ю. В. Шморгун**

Рецензенти

А. М. Мороз, д-р екон. наук, проф.
(ДВНЗ «Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана»)

О. М. Петрук, д-р екон. наук, проф.
(Житомирський державний технологічний університет)

І. Ю. Єхануров, канд. екон. наук, проф.
(Інститут конкурентного суспільства)

*Рекомендовано до друку Вченою радою КНЕУ
Протокол від 07 квітня 2011 р. № 8*

**А 43 Активізація інвестиційного процесу в Україні : колективна
монографія / [Т. В. Майорова, М. І. Диба, С. В. Онишко
та ін.] ; за наук. ред. М. І. Дибби, Т. В. Майорової. — К. :
КНЕУ, 2012. — 472, [8] с. — (До 15-річчя заснування
кафедри банківських інвестицій).
ISBN 978-966-483-559-3**

У монографії вперше системно досліджено наукові положення та методологічні аспекти щодо змісту інвестиційного процесу на макро- та мікрорівні та запропоновано напрями його активізації в умовах глобальних викликів. Визначено шляхи підвищення ролі інвестиційної політики держави у стимулюванні економічного розвитку країни; тенденції формування інвестиційних ресурсів суб'єктів господарювання; шляхи активізації діяльності індивідуальних, корпоративних та інституційних інвесторів; пріоритети інвестиційної діяльності у контексті забезпечення соціально-економічного розвитку України.

Теоретична значущість проведеного дослідження визначається тим, що висновки та рекомендації, викладені у монографії, служитимуть основою для подальшого дослідження складних явищ інвестиційного процесу в умовах глобалізації соціально-економічного розвитку України.

**УДК 330.322(477)
ББК 65(4Укр.)-56**

*Розповсюджувати та тиражувати
без офіційного дозволу КНЕУ забороняється*

ISBN 978-966-483-559-3

© Т. В. Майорова, М. І. Диба,
С. В. Онишко та ін., 2012
© КНЕУ, 2012

Зміст

ВСТУП	5
РОЗДІЛ 1. Теоретико-методологічні засади інвестиційного процесу та його роль в економічному зростанні суспільства	10
1.1. Сутнісна характеристика інвестиційного процесу (Т. В. Майорова)	10
1.2. Структура та основні складові інвестиційного процесу на мікрорівні (Т. В. Майорова)	27
1.3. Макроекономічний аспект реалізації інвестиційного процесу (Т. В. Майорова)	40
1.4. Вплив інвестиційного процесу на економічний розвиток країни (Т. В. Майорова)	57
Розділ 2. Інвестиційна політика в системі державного стимулювання економічного розвитку	81
2.1. Теоретичні засади та шляхи підвищення ролі інвестиційної політики держави у стимулюванні економічного розвитку (М. І. Діба)	81
2.2. Грошово-кредитна політика в системі державного стимулювання інвестиційного процесу (М. І. Діба, С. І. Ходакевич)	92
2.3. Фіскальні інструменти регулювання інвестиційного процесу (С. В. Онишко)	105
2.4. Формування сприятливого інвестиційного клімату як головний чинник активізації інвестиційного процесу в Україні (О. М. Діба, Є. С. Осадчий)	130
2.5. Державно-приватне партнерство в реалізації інвестиційних проєктів (М. І. Діба)	146
РОЗДІЛ 3. Тенденції формування джерел інвестиційних ресурсів підприємств	163
3.1. Формування інвестиційного потенціалу вітчизняних підприємств (Т. В. Майорова)	163
3.2. Визначення вартості інвестиційного капіталу (С. В. Урванцева)	179
3.3. Розвиток акціонерної форми фінансування інвестиційних проєктів в Україні (Т. В. Майорова)	197

3.4. Боргові інструменти залучення інвестиційного капіталу (Т. В. Майорова)	215
3.5. Іпотека як інструмент формування інвестиційних ресурсів підприємств (О. М. Мякішевська)	229
3.6. Іноземні інвестиції: залучення та ефективність використання в Україні (Т. В. Майорова).	245

РОЗДІЛ 4. Активізація діяльності суб'єктів інвестиційного процесу.	261
4.1. Заощадження населення як чинник активізації інвестиційного процесу (С. В. Красножон)	261
4.2. Тенденції розвитку діяльності інституційних інвесторів в Україні (О. М. Юркевич).	272
4.3. Кредитно-інвестиційний портфель банків та особливості його формування (О. О. Ляхова).	291
4.4. Регулювання інвестиційної діяльності банку (О. В. Онікієнко)	307
4.5. Диверсифікація фінансових активів інвесторів на спадному ринку (О. Г. Шевченко)	321
4.6. Активізація діяльності функціональних учасників в інвестиційному процесі (Є. А. Поліщук)	335

РОЗДІЛ 5. Пріоритети інвестиційної діяльності в контексті забезпечення соціально-економічного розвитку України	351
5.1. Розвиток фінансового ринку як передумова активізації інвестиційного процесу (О. О. Смірнова)	351
5.2. Система фінансування інноваційної діяльності (О. М. Юркевич)	362
5.3. Стан і тенденції інвестиційно-інноваційної діяльності (О. О. Смірнова)	378
5.4. Шляхи активізації інвестування соціальної сфери (В. І. Максимович).	395
5.5. Активізація інвестиційної діяльності на ринку житла (Ю. І. Козак, Д. М. Фаріон).	415
5.6. Пріоритети інвестиційної діяльності туристичної сфери (О. М. Шулат)	432
5.7. Розвиток арт-інвестування (О. М. Юркевич)	452

ПІСЛЯМОВА	468
----------------------------	-----

*Пам'яті засновника кафедри банківських інвестицій
доктору економічних наук, професору
Анатолію Анатолійовичу Пересаді
присвячується*

Вступ

Вихід вітчизняної економіки на траєкторію зростання ставить нас перед необхідністю подолання глибокої економічної кризи через активізацію інвестиційного процесу. У широкому контексті йдеться про здатність країни забезпечити суспільне відтворення інвестиціями.

Інвестиційний процес є одним із вирішальних чинників відтворення та функціонування економічної системи, адже він визначає рівень технологічної основи й ефективності матеріального виробництва. Цей процес поширюється не лише на основні фонди виробничої та невиробничої сфер економіки, а й на відтворення людського капіталу. Відтак, сталість позитивних тенденцій у суспільстві залежатиме від того, наскільки економічна система забезпечує первинне генерування інвестиційних ресурсів унаслідок відтворювального процесу суб'єктів господарювання, конкурентоспроможності й ефективності функціонування їхніх виробництв.

Річні обсяги інвестицій у вітчизняну економіку поки що залишаються на низькому рівні через несприятливий інвестиційний клімат, що пояснюється недосконалою законодавчою базою, нерозвиненими фондовим ринком та фінансово-кредитною системою, потужним податковим тиском, неефективним використанням амортизаційних відрахувань, а також низьким рівнем трансформації заощаджень населення в інвестиції, що зумовлює відплив вітчизняних капіталів за кордон і стає на заваді залученню іноземних інвестицій в економіку країни.

Отже, інвестиційний процес, який безпосередньо пов'язаний із суспільним відтворенням і здатен забезпечувати його ефективне функціонування, є сьогодні неорганізованим, нестабільним і зрештою неефективним. Понад те, останніми роками його рідко розглядають у відтворювальному аспекті, внаслідок чого в економічній літературі найчастіше пишуть про інвестування, іноземні інвестиції, інвестиційний клімат без ув'язки з параметрами

процесу відтворення, хоча при цьому йдеться про ринки капіталів, капітальні вкладання в промисловість та житлове будівництво тощо. Саме за таких умов виникає необхідність дослідити та науково обґрунтувати шляхи й ефективні чинники активізації інвестиційного процесу в Україні.

На думку авторів, активізація інвестиційного процесу є тією головною складовою економічних вимог, котрі покликані забезпечити подальші реальні зрушення в економічній структурі суспільства, перехід економіки на якісно інший рівень індустріального розвитку й інвестиційний тип відтворення, підвищити рівень вітчизняної продукції та її конкурентоспроможність на світовому ринку. Без здійснення економічних перетворень неможливо підвищити ефективність вітчизняної економіки і на цій базі розв'язати найгостріші соціальні проблеми, що накопичилися впродовж десятиліть, а останнім часом узагалі набули катастрофічних розмірів.

Актуальність і необхідність дослідження, проведеного здійснено авторським колективом монографії, підтверджується ухваленням у вересні 2010 року Кабінетом Міністрів України Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011—2015 роки, метою якої є створення умов для активізації інвестиційної діяльності, спрямованої на модернізацію реального сектору економіки та забезпечення сталого економічного розвитку.

Інвестиційний процес в економічній науці — це один із найцікавіших і найскладніших об'єктів дослідження. Він найважче піддається прогнозуванню, особливо у фазах соціально-економічної та політичної криз. Зміни попиту та вартості інвестиційного капіталу, параметрів внутрішньої стійкості фірми завжди породжували різкі коливання обсягів інвестицій разом із прибутками, ціною акцій, відсотковими ставками, хоча їхні взаємозв'язки змінювалися мірою розвитку й ускладнення ринкового господарства.

У перебігу дослідження теоретико-методологічних та практичних аспектів інвестиційного процесу та його основних складових автори спираються на авторитетні погляди відомих вітчизняних учених, таких як Л. Борщ, І. Бланк, А. Гальчинський, В. Геєць, Б. Губський, Д. Лук'яненко, Б. Луців, В. Мартиненко, А. Мертенс, Л. Нейкова, А. Пересада, В. Федоренко та ін., а також провідних закордонних дослідників, серед яких — В. Беренс, Г. Бірман, В. Балабанов, Дж. Кейнс, В. Ковальов, І. Ліпсіц, Г. Марковіц, П. Массе, М. Міллер, Ф. Модільяні, В. Шарп,

П. Хавранек та ін. Утім попри чималу кількість оригінальних і змістовних праць і зарубіжних, і вітчизняних учених з досліджуваної проблематики слід зазначити, що фундаментальні системні дослідження сутності інвестиційного процесу та його основних складових на макро- та макrorівнях практично відсутні. Крім того, низка запитань, пов'язаних з реалізацією інвестиційного процесу в Україні, зокрема за умов економічної, політичної та соціальної нестабільності, має дискусійний характер. Це, передусім, стосується оцінювання внутрішнього інвестиційного потенціалу — національних заощаджень і з'ясування можливостей трансформації фінансових, матеріальних та нематеріальних ресурсів усіх суб'єктів господарювання в інвестиційний капітал.

Метою авторів дослідження є теоретико-методологічне обґрунтування сутності інвестиційного процесу з виокремленням його основних складових на макро- та мікрорівнях для визначення пріоритетів і шляхів активізації їх реалізації за умов соціально-економічної та політичної нестабільності в Україні.

З огляду на визначену мету, колективом авторів було поставлено такі завдання:

- розкрити теоретико-методологічні засади сутності інвестиційного процесу, з'ясувати його зміст і структуру на макро- та макrorівнях, визначити його роль в економічному зростанні суспільства;
- дослідити роль інвестиційної політики в системі державного стимулювання економічного розвитку, визначити дієві грошово-кредитні та фіскальні інструменти впливу на активізацію інвестиційної діяльності різних суб'єктів господарювання шляхом формування сприятливого інвестиційного середовища;
- оцінити сучасний інвестиційний потенціал вітчизняної економіки на підставі аналізу основних джерел формування інвестиційних ресурсів;
- дослідити причинно-наслідкові зв'язки учасників інвестиційного процесу й окреслити шляхи активізації їхньої діяльності за умов економічної нестабільності;
- обґрунтувати пріоритети активізації інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання в контексті забезпечення соціально-економічного розвитку України.

Об'єктом дослідження у монографії є інвестиційний процес як сукупність взаємопов'язаних елементів однієї складної динамічної системи — інвестиційної сфери, яка перебуває в стані постійних змін під впливом багатьох внутрішніх і зовнішніх системотвірних чинників, спрямованих на перетворення інвестиційних

ресурсів суб'єктів господарювання на нові дохідні активи — фінансові, реальні та людські. Предметом дослідження є суспільні відносини між учасниками інвестиційного процесу.

Методологічні й теоретичні дослідження інвестиційних процесів у монографії базуються на принципах діалектики як загального методу пізнання. Для виконання поставлених завдань авторами використано низку методів, у тому числі: метод логічного узагальнення (у дослідженні поняття «інвестиційний процес»), системний і комплексний підходи (у дослідженні етапів та складових інвестиційного процесу на макро- і мікрорівнях), аналіз і синтез (в дослідженні напрямів активізації інвестиційної діяльності різних суб'єктів господарювання), метод узагальнення даних і порівняльного зіставлення (у дослідженні пріоритетних напрямів активізації інвестиційного процесу).

Відправною точкою дослідження автори обрали ідею щодо визначення причин виникнення проблем низької інвестиційної активності суб'єктів господарювання за сучасних умов та обґрунтування шляхів, способів й інструментів розв'язання їх.

У цьому контексті на особливу увагу заслуговують пропозиції авторів стосовно створення сприятливих умов для ефективної взаємодії держави, домогосподарств, фінансово-кредитних установ та інших суб'єктів бізнесу в інвестиційному середовищі.

У монографії використано та узагальнено результати 15-річного досвіду наукової, педагогічної та практичної діяльності викладачів кафедри банківських інвестицій ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». Зокрема, дістали відображення наукові здобутки авторів у процесі виконання ними науково-дослідних проектів: «Активізація інвестиційної діяльності фінансово-кредитних установ» (державна реєстрація № 0102U000938); «Інвестування соціального розвитку України» (державна реєстрація № 0105U001895); «Оцінювання інвестиційних проектів за нових умов господарювання» (державна реєстрація № 0107U001840); «Розвиток ринку інвестицій в Україні» (державної реєстрації № 0107U007383); «Формування інвестиційних ресурсів в Україні» (державна реєстрація № 0111U000292).

Пропонована праця є логічним продовженням наукових досліджень 1996—2008 років засновника і завідувача кафедри банківських інвестицій, професора, доктора економічних наук А. А. Пересади, започаткованих у його монографіях «Інвестиційний процес в Україні» (1998) та «Управління інвестиційним процесом» (2002).

Викладені в монографії дослідження достатньою мірою обґрунтовані, мають наукове і практичне значення. Основні наукові положення, розробки, висновки і рекомендації щодо активізації інвестиційного процесу в Україні можна використати у навчальному процесі та у майбутніх наукових дослідженнях, зокрема при підготовці аспірантами і докторантами кандидатських та докторських дисертацій.

Авторами окремих розділів є: Майорова Т. В. (науковий керівник авторського колективу), канд. екон. наук, доцент — вступ, розділ 1, підрозділи 3.1; 3.3, 3.4; 3.6, післямова; Диба М. І., д-р екон. наук, професор — підрозділи 2.1, 2.2, 2.5; Онишко С. В., д-р екон. наук, професор — підрозділ 2.3; Ходакевич С. І, канд. екон. наук, доцент — підрозділ 2.2; Диба О. М., канд. екон. наук, доцент — підрозділ 2.4; Осадчий Є. С., канд. екон. наук — підрозділ 2.4; Юркевич О. М., канд. екон. наук, доцент — підрозділи 4.2, 5.2, 5.7; Онікієнко С. В., канд. екон. наук, доцент — підрозділ 4.4; Ляхова О. О., канд. екон. наук, доцент — підрозділ 4.3; Шевченко О. Г., канд. екон. наук, доцент — підрозділ 4.5; Смірнова О. О, канд. екон. наук, доцент — підрозділ 5.1, 5.3; Максимович В. І, канд. екон. наук, доцент — підрозділ 5.4; Козак Ю. І., канд. екон. наук, доцент — підрозділ 5.5; Поліщук Є. А., канд. екон. наук, старший викладач — підрозділ 4.6; Урванцева С. В., старший викладач — підрозділ 3.2; Мякишевська О. М., старший викладач — підрозділ 3.5; Красножон С. В., старший викладач — підрозділ 4.1.; Шуплат О. М., старший викладач — підрозділ 5.6.

Співавторам окремих розділів є: Шморгун Ю. В., аспірант — підрозділ 1.4; Левицька В. М., аспірант — підрозділ 2.2; Крук В. В., асистент — підрозділ 2.4; Нагорна О. В., асистент — підрозділ 2.5; Гладчук К. М., аспірант — підрозділи 3.3, 3.6; Петренко І. П., асистент — підрозділ 3.4; Шокало Т. П., аспірант — підрозділ 4.3; Власова І. В., асистент — підрозділ 5.3; Фаріон Д. М., аспірант — підрозділ 5.5.

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ ТА ЙОГО РОЛЬ В ЕКОНОМІЧНОМУ ЗРОСТАННІ СУСПІЛЬСТВА

1.1. Сутнісна характеристика інвестиційного процесу

Т. В. Майорова

За сучасних умов Україна постала перед об'єктивною необхідністю активізації інвестиційного процесу. Структурне та якісне оновлення виробництва та створення ринкової інфраструктури практично повністю відбуваються шляхом і за рахунок інвестування. Чим масштабнішими є обсяги та вищою ефективність інвестицій, тим швидшим є відтворювальний процес, здійснюються позитивні ринкові перетворення. З іншого боку, недостатнє інвестування веде до втрати конкурентоспроможності національної економіки, занепаду основного капіталу, спаду виробництва та збільшення собівартості продукції, що, своєю чергою, зумовлює загострення проблеми інвестиційних ресурсів, а відтак — скорочення інвестиційної активності.

З огляду на це інвестиційний процес потребує постійного поглибленого дослідження, насамперед стосовно обґрунтування інвестиційної стратегії, вибору ефективних форм і напрямів інвестування, пошуку нових шляхів активізації інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання за умов розвитку конкурентоспроможної економіки.

Сучасна вітчизняна економічна наука має багато напрацювань у царині інвестування. Так, Л. Борщ, А. Мертенс, А. Пересада, С. Реверчук, В. Савчук, С. Прилипко, О. Величко, Н. Хрущ,

В. Федоренко¹ та ін. висвітлюють основи теорії інвестицій, визначають особливості інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання. На особливу увагу заслуговує праця Н. Татаренко та А. Поручника «Теорія інвестицій»², що містить комплексний історико-логічний аналіз ролі та місця інвестицій у базових теоретичних концепціях, а також характеристику інвестиційних політик держав на різних етапах світогосподарського розвитку. Питання бюджетних інвестицій ґрунтовно досліджують О. Кириленко, Б. Малиняк, М. Пітцик, Л. Петкова, В. Проскурін³.

Суттєвий вплив на формування сучасних теорій іноземного інвестування справляють дослідження таких вітчизняних науковців, як О. Білорус, Д. Лук'яненко, Б. Губський, О. Мозговий, В. Гаврилюк, С. Сіденко, Б. Арагау, О. Носов, О. Рогач, Л. Шинкарук⁴.

І. Бланк, Н. Гуляєва, Ю. Правик, Я. Хоменко, В. Гриньова, В. Коюда, Т. Лепейко, О. Коюда, Ю. Великий⁵ досліджують інструменти та методи інвестиційного менеджменту.

¹ *Борщ Л. М.* Інвестиції в Україні: стан, проблеми і перспективи: [монографія] / Л. М. Борщ. — К.: Т-во «Знання», КОО, 2002. — 318 с.; *Мертенс А. В.* Інвестиции: курс лекций по современной финансовой теории / А. В. Мертенс. — К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997. — 416 с.; *Пересада А. А.* Управління інвестиційним процесом: [монографія] / А. А. Пересада. — К.: Лібра, 2002. — 472 с.; *Реверчук С. К.* Інвестологія: наука про інвестування: навч. посібник / [Реверчук С. К., Реверчук Н. Й., Скоморович І. Г., Блаженко М. Я., Сухий О. О.] за ред. Реверчука С. К. — Львівський національний ун-т ім. І. Франка. — К.: Атіка, 2001. — 264 с.; *Савчук В. П.* Аналіз і розробка інвестиційних проектів / В. П. Савчук, С. І. Прилипка, Е. Г. Величко. — К.: Ельга, 1999. — 303 с.; *Хрущ Н. А.* Інвестиційна діяльність: сучасні стратегії та технології: [монографія] / Н. Хрущ. — Хмельницький: ХНУ, 2004. — 309 с.; *Федоренко В. Г.* Інвестознавство: Підручник / [В. Г. Федоренко, А. Ф. Гойко] за ред. Федоренка В. Г. — Міжрегіональна академія управління персоналом (МАУП) / — К.: МАУП, 2000. — 408с.

² *Татаренко Н. О.* Теорія інвестицій: навч. посібник / Татаренко Н. О., Поручник А. М. — К.: КНЕУ, 2000. — 160 с.

³ *Кириленко О. П., Малиняк Б. С.* Теорія і практика бюджетних інвестицій: монографія. — Тернопіль: Економічна думка, 2007. — 288 с.; Муніципальні інвестиції і кредити: навчальний посібник. Книга 9 / [М. В. Пітцик, Л. О. Петкова, В. В. Проскурін]; за ред. М. В. Пітцика. — Асоціація міст України та громад, Гнозис, USAID. — офіційний сайт: <http://users.i.com.ua>

⁴ Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: монографія / за ред. Д. Г. Лук'яненка. — К.: КНЕУ, 2001. — 538 с.; Міжнародна інвестиційна діяльність: Підручник / [Лук'яненко Д. Г., Губський Б. В., Мозговий О. М. та ін.]; за ред. Д. Г. Лук'яненка. («Business English for Economists: Questions of Accounting») — К.: КНЕУ, 2003. — 387 с.; *Гаврилюк О. В.* Зарубіжний досвід залучення іноземних інвестицій / О. В. Гаврилюк, С. В. Сіденко, Б. С. Арагау. — К.: Інститут міжнародної економіки і міжнародних відносин НАН України, 1995. — 122 с.; *Носова О. В.* Іноземні інвестиції в транзитивній економіці України: монографія / О. В. Носова. — Х.: Основа, 2001. — 232 с.; *Рогач О.* Міжнародні інвестиції: Теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій: Підручник / О. Рогач. — К.: Либідь, 2005. — 720 с.; *Шинкарук Л. В.* Іноземні інвестиції та їх роль у становленні і розвитку економіки (регіональний аспект) / Л. В. Шинкарук — Чернівці: Рута, 2000. — 174 с.

⁵ *Бланк І. О.* Інвестиційний менеджмент: Підручник / [Бланк І. О., Гуляєва Н. М.] за ред. А. А. Мазаракі. — К., 2003. — 397 с.; *Правик Ю. М.* Інвестиційний менеджмент: навч. посібник / Правик Ю. М. — К.: Знання, 2007. — 431 с.; *Хоменко Я. В.* Інвестиційний менеджмент: оцінка сталості господарчих систем: автореф. дис. на здобуття ступеня канд. екон. наук спец. 08.06.02 / Я. В. Хоменко. — Донецький держ. ун-т. — Донецьк, 1999. — 20 с.; *Гриньова В. М.* Інвестиційний менеджмент: навч. посіб. / [Гриньова В. М., Коюда В. О., Лепейко Т. І., Коюда О. П., Великий Ю. М.] за ред. В. М. Гриньової. — Харківський держ. економічний ун-т. — Х.: ВД «ІНЖЕК», 2004. — 368 с.

Проблеми формування інвестиційної політики та інвестиційного клімату в Україні вивчають Б. Данилишин, М. Корецький, О. Дацій, А. Сухоруков, М. Лесечко, А. Чемерис, О. Чемерис, М. Мельник, М. Туріянська¹.

Питання обґрунтування методів оцінювання об'єктів інвестицій та впливу їх на побудову обліку вивчають М. Бондар, Я. Крупка, Л. Лук'яненко, О. Небильцова, Р. Коршикова².

Серед іноземних учених, які зробили значний внесок у дослідження інвестиційної сфери, слід назвати З. Боді, А. Кейн, Л. Гітмана, М. Джонка, Дж. Кейнса, М. Марковіца, П. Массе, Ф. Модільяні та М. Міллера, В. Шарпа, Г. Александера, Дж. Бейлі, Е. Шнайдера, Ф. Фабоцці, М. Харрисона³ та інших. На особливу увагу заслуговують праці російських економістів В. Бочарова, В. Ковальова, А. Андріанова, С. Валдайцева,

¹ Данилишин Б. М. Інвестиційна політика в Україні: [монографія] / Данилишин Б. М., Корецький М. Х., Дацій О. І. — Донецьк: Юго-восток, Лтд, 2006. — 292 с.; Інвестування української економіки: [монографія] / За ред. А. І. Сухорукова. — К.: Національний інститут проблем міжнародної безпеки, 2005. — 440 с.; Лесечко М. Д., Чемерис А. О., Чемерис О. М. Інвестиційний клімат: теорія і практика / М. Д. Лесечко, А. О. Чемерис, О. М. Чемерис. — Українська академія держ. управління при Президентові України. Львівська філія. — Л.: ЛФ УАДУ, 2001. — 166 с.; Мельник М. І. Інвестиційний клімат регіону: теоретичні та прикладні засади дослідження: [монографія] / [М. І. Мельник]; відп. ред. Долишній М. І. — Л.: ІРД НАН України, 2005. — 304 с.; Туріянська М. М. Інвестиційний клімат України: проблеми і рішення [монографія] / М. М. Туріянська. — Донецьк ТОВ «Юго-Восток, ЛТД», 2004. — 178 с.

² Бондар М. І. Інвестиційна діяльність: методика та організація обліку і контролю: [монографія] / М. Бондар. — К.: КНЕУ, 2008. — 256 с.; Крупка Я. Д. Облік інвестицій: [монографія] / Я. Крупка. — Тернопіль: Економічна думка, 2001. — 302 с.; Лук'яненко Л. Облік фінансових інвестицій: методологія та проблеми міжнародної уніфікації: [монографія] / Л. Лук'яненко, О. Небильцова, Р. Коршикова. — К.: КНЕУ, 2005. — 172 с.

³ Боді З. Принципи інвестицій / Боді Зви, Алекс Кейн; пер. с англ.— М.: Williams Publshsng. 2006; Гитман Л. Дж. Основы инвестирования / Л. Дж. Гитман, М. Д. Джонк; пер. с англ.— М.: Дело, 1997. — 1008 с.; Keynes J. M. General Theory of Employment, Interest and Money. Collected Writings of Jhnn Maynard Keynes, vol. VII. / Keynes J. M. — London: Macmillan, 1973; Markowitz Harrg M. Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments / Markowitz Harrg M. — New York: Wiley, 1956; Masse P. Критерии и методы оптимального определения капитальных вложений / Массе Пьер; пер. с франц. Ф. Р. Окуневой, А. И. Гладшевского, науч. ред. и вступит. статья А. В. Жданко. — М.: Статистика, 1971; Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment / Modigliani F., M. Miller. — American Economic Review, 48, 1958; Sharpe W. Investment / W. Sharpe. — New York: Prentice Hall, 1985; Sharpe W. Investment / W. Sharpe. — New York: Prentice Hall, 1985; Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли; пер. с англ.— М.: ИНФРА-М, 1999. — 1028 с.; Schneider E. Investition und Finanzierung. Lehrbuch der Investitions-, Finanzierungs- und Ungewißheitstheorie / E. Schneider. — 4. Aufl., Opladen, 1975; Schneider E. Wirtschaftlichkeitsrechnung Theorie der Investition / E. Schneider. — 8 Aufl., Tübingen und Zürich, 1973; Фабоцци Ф. Управление инвестициями / Фабоцци Ф.; пер. с англ.— М.: ИНФРА-М, 2000. — XXVIII, 932 с.; Харрисон М. Искусный инвестор. Управляйте своими инвестициями профессионально / Харрисон М.; пер. с англ.— М.: Олимп-Бизнес, 2005. — 272 с.

П. Воробйова, В. Царьова, В. Шеремета, В. Павлюченка, В. Шапиро¹.

Попри вельми широкий спектр досліджень інвестиційної сфери існує низка недостатньо розроблених методологічних і теоретичних питань насамперед щодо сутнісної характеристики поняття «інвестиційний процес» та його основних складових.

Сучасні вітчизняні й іноземні словники та енциклопедії, у тому числі економічний енциклопедичний словник за редакцією С. Мочерного², інвестиційний словник за редакцією Б. Карпінського та Т. Шири³, російська нова економічна енциклопедія за редакцією О. Румянцевої⁴, словник сучасної економічної теорії Макміллана⁵ та деякі інші, не містять визначення поняття «інвестиційний процес».

Відсутні комплексні дослідження поняття «інвестиційний процес» й у вітчизняних монографічних дослідженнях, присвячених проблемам активізації інвестиційного процесу^{6, 7, 8}, а в деяких наукових, методичних і практичних публікаціях з питань інвестування дефініція «інвестиційний процес» має неоднозначне і спрощене трактування або дублюється поняттями «інвестиційна діяльність», «інвестиційний цикл», «інвестування» тощо.

Вітчизняні науковці А. Загородній та Г. Вознюк у фінансово-економічному словнику подають таке визначення інвестиційного процесу: «сукупність логічно-послідовних дій, пов'язаних із прийняттям інвестиційних рішень (зокрема щодо вибору

¹ Бочаров В. В. Финансовый инжиниринг / В. Бочаров. — СПб.: Питер, 2004; Инвестиции: учебник / А. Ю. Андрианов, С. В. Валдайцев, П. В. Воробьев [и др.]; отв. ред. В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Проспект, 2011. — 592 с.; Царев В. В. Оценка экономической эффективности инвестиций / В. Царев. — СПб.: Питер, 2004. — 464 с.; Управление инвестициями: В 2-х т. Т. 1 / [В. В. Шеремет, В. М. Павлюченко, В. Д. Шапиро и др.] — М.: Высшая школа, 1998. — 416 с.; Управление инвестициями: В 2-х т. Т. 2 / [В. В. Шеремет, В. М. Павлюченко, В. Д. Шапиро и др.]. — М.: Высшая школа, 1998. — 512 с.

² Мочерний С. В. Економічний енциклопедичний словник: У 2-х т. Т.1 / [С. В. Мочерний, Я. С. Ларіна, О. А. Устенко, С. І. Юрій]; за ред. С. В. Мочерного. — Львів: Світ, 2005. — 616 с.

³ Карпінський А. Інвестиції: термінологічний словник / Б. А. Карпінський, Т. Б. Шира. — К.: Видавничий дім «Професіонал», 2009. — 464 с.

⁴ Румянцева Е. Е. Новая экономическая энциклопедия / Е. Е. Румянцева. — М.: ИНФРА-М, 2005. — VI, 724 с.

⁵ Словарь современной экономической теории Макмиллана. — М.: ИНФРА-М, 2003. — 608 с.

⁶ Губський Б. В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі [монографія] / Б. Губський. — К.: Наукова думка, 1998. — 390 с.

⁷ Пересада А. А. Інвестиційний процес в Україні [монографія] / А. А. Пересада. — К.: Лібра, 1998. — 392 с.

⁸ Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом [монографія] / А. А. Пересада. — К.: Лібра, 2002. — 472 с.

об'єктів, визначення обсягів та термінів інвестування) та їх практичною реалізацією. Він може бути представлений як послідовність таких п'яти основних етапів: формування інвестиційної політики; аналіз цінних паперів; формування портфеля цінних паперів; оцінювання ефективності портфеля цінних паперів; перегляд портфеля цінних паперів»¹. Таким чином, автори розглядають інвестиційний процес лише як вибір об'єктів, визначення обсягів термінів інвестування у сфері портфельних інвестицій.

Аналогічно В. Шарп, Г. Александер та Дж. Бейлі пов'язують інвестиційний процес із портфельними інвестиціями; зазначають: «інвестиційним процесом є прийняття інвестором рішення щодо цінних паперів, у які здійснюються інвестиції, обсягів і термінів інвестування»². У цьому випадку автори звужують сутність інвестиційного процесу до «прийняття інвестором рішення», а об'єктом інвестування є лише цінні папери.

Відомі науковці Л. Гітман, М. Джонк³ та В. Царьов⁴ розглядають інвестиційний процес як механізм об'єднання тих, хто пропонує гроші, з тими, хто їх потребує. Суб'єкти ринку вступають між собою у відносини по-різному, тобто, одні укладають угоди прямо (операції з нерухомістю), інші — через посередників (фондові біржі). У цих трактуваннях інвестиційний процес отожднюється лише з фінансовими ринками, де вже сформовано «правила гри», тобто проблеми інвестування вирішуються на основі ринку як саморегулювальної системи.

Протилежної думки щодо поняття «інвестиційний процес» дотримуються науковці, які ототожнюють його з процесом реального інвестування.

Так, Є. Черевик, котрий один із перших почав досліджувати сутнісну характеристику інвестиційного процесу на теренах колишнього Радянського Союзу, ще у 1988 році зазначав, що «інвестиційний процес — це сукупність економічних відносин на всіх стадіях, пов'язаний із підтримкою, розширенням та вдосконаленням основних фондів і обігових коштів інвестиційного призначення. Інвестиційний процес розпочинається з моменту вкладання фінансових, матеріальних і трудових ресурсів у підготовку та

¹ Загородній А. Г. Фінансово-економічний словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк. — К.: Знання, 2007. — С. 735.

² Шарп У., Александер Г., Бейлі Дж. ИНВЕСТИЦИИ / Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2004. — XII, С. 10.

³ Гитман Л. Дж., Джонк М. Д. Основы инвестирования: / Пер. с англ. — М.: Дело, 1997. — С. 15.

⁴ Царев В. В. Оценка экономической эффективности инвестиций. — СПб.: Питер, 2004. — С. 72.

здійснення інвестиційних проектів і завершується із досягненням цілей, визначених у проекті»¹.

Як бачимо, це визначення хоча й висвітлює основні ознаки інвестиційного процесу, однак звужує сам процес — сфера його застосування поширюється лише на реальні інвестиції; до того ж, відсутня передінвестиційна фаза; початком інвестиційного процесу автор вважає момент вкладання фінансових, матеріальних і трудових ресурсів.

Схожий погляд на сутність поняття «інвестиційного процесу» знаходимо у В. Федоренка та А. Гойка: «застосування терміна інвестиційний процес у контексті формування механізму реалізації капітальних вкладень й ефективності створення основних фондів дає змогу підкреслити комплексний, системний підхід до нарощування й оновлення виробничого потенціалу народного господарства. В інвестиційному процесі об'єднується діяльність багатьох учасників розширеного відтворення, які працюють над створенням основних фондів для випуску продукції та задоволення суспільних потреб»².

Дехто з науковців розглядає інвестиційний процес у контексті реалізації інвестиційного проекту, наприклад І. Скоромович зазначає, що «інвестиційний процес — це втілення в життя інвестиційного проекту від прийняття рішення до отримання сприятливого або несприятливого результату ... інвестиційний процес незалежно від об'єкта інвестування повинен охоплювати такі основні етапи: 1) формування пріоритетних напрямів інвестиційної діяльності; 2) розробка правил прийняття рішень щодо вибору потенційного інвестиційного проекту; 3) обов'язковий економічний аналіз проектів; 4) визначення величини необхідних інвестиційних ресурсів та джерел їх формування; 5) вибір механізму реалізації інвестицій; 6) визначення методів контролю за реалізацією інвестицій»³.

Аналогічної думки щодо інвестиційного процесу дотримуються А. Загородній та Ю. Стадницький, але вони виокремлюють уже дев'ять етапів: концептуальна стадія; вивчення ймовірних варіантів; остаточне прийняття інвестиційного рішення та попередні фінансові домовленості; проектування; підготовка будівельних креслень і специфікацій; процедура торгів і вибір генерального підрядника;

¹ Черевик Е. Д. Инвестиционный процесс в развивающихся странах: [монография] / Е. Д. Черевик. — М.: Изд-во УДН, 1988. — С. 9.

² Федоренко В. Г., Гойко А. Ф. Инвестознaвство: [Підручник] / за ред. В. Г. Федоренка. — К: МАУП, 2000. — С. 30.

³ Скоромович І. Г. Управління інвестиційними процесами в умовах формування ринкової економіки // Автореф. дис. на здобуття наук.ступ. канд. екон. наук. — Львів: Нац. ун-т ім. І. Франка. — Л., 2000. — 19 с.

процес будівництва; заключна інспекція; послуги щодо навчання й управління персоналом побудованого об'єкта¹.

А. Пересада, який одним із перших серед вітчизняних науковців почав досліджувати інвестиційний процес у монографіях «Інвестиційний процес в Україні» (1998) та «Управління інвестиційним процесом» (2002), зазначає, зокрема що «термін «інвестиційний процес» треба застосовувати в разі вузького тлумачення поняття «інвестиційна діяльність»². Однак на відміну від інших згаданих нами науковців А. Пересада додає до етапів стадію фінансування інвестиційного проекту і стадію інвестування оновлення та розвитку виробництва, а також ототожнює поняття «інвестиційний цикл» та «інвестиційний процес», і наголошує, що останній має бути пов'язаний з обґрунтуванням і реалізацією інвестиційних проектів.

К. Макконнелл та С. Брю у фундаментальній праці з економічної теорії «Економіка: принципи, проблеми і політика» також ототожнюють інвестиційний процес із інвестиційною діяльністю³.

На нашу думку, на особливу увагу заслуговують дослідження тих науковців, які розглядають зміст інвестиційного процесу з двох боків — на макро- та мікрорівнях. Зокрема, російський науковець О. Петько зазначає, що на мікрорівні інвестиційний процес розпочинається з моменту вкладання фінансових, матеріальних і трудових ресурсів у підготовку і здійснення інвестиційних проектів і завершується із досягненням поставлених цілей. На макрорівні інвестиційний процес можна розглядати як найважливішу форму здійснення накопичення на рівні суспільства, що забезпечує розширене відтворення основного і обігового капіталу⁴.

Деякі російські науковці розглядають сутність інвестиційного процесу в контексті взаємодії суб'єктів інвестиційної діяльності. Так, М. Маренков стверджує, що інвестиційний процес — це багатостороння діяльність учасників відтворювального процесу задля нарощування капіталу нації⁵.

¹ Загородній А. Г. Менеджмент реальних інвестицій: навч. посіб. / Загородній А. Г., Стадницький Ю. І. — К.: Т-во «Знання», КОО, 2000. — С. 18—20.

² Пересада А. А. Інвестиційний процес в Україні: монографія / А. А. Пересада. — К.: Лібра, 1998. — С. 13.; Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом: монографія / А. А. Пересада. — К.: Лібра, 2002. — С. 30—31.

³ Макконнелл К. Р., Брю С. Л. Економіка: принципи, проблемы и политика. — Т. 2. — М.: Республика, 1992. — С. 171.

⁴ Петько О. В. Проблемы оживления инвестиционного процесса в России / Гос. комитет России по рыболовству; Мурманский гос. техн. ун-т. — Мурманск, 2001. — С. 112.

⁵ Маренков Н. Л. Основы управления инвестициями: [учебник] / Н. Л. Маренков. — М.: Эдиториал, 2003. — С. 12.

У підручнику «Інвестиції» за науковою редакцією В. Ковалева, В. Іванова та В. Ляліна зазначено, що «як економічна категорія інвестиційний процес відображає відносини, які виникають між його учасниками з приводу формування і використання інвестиційних ресурсів з метою розширення і вдосконалення виробництва»¹. Крім того, автори пов'язують інвестиційний процес із заощадженнями: «на макрорівні інвестиційний процес полягає в тому, що заощадження населення, юридичних осіб і частина доходів держави (те, що не використано на споживання) перетворюються на виробниче устаткування, будівлі та споруди, технологію, матеріали й енергію (інвестиційні товари), внаслідок чого відбувається розширення виробництва в масштабах суспільства. Зростання виробництва збільшує можливості для заощаджень, які є потенційними інвестиціями; заощадження, перетворюючись на інвестиції, ведуть до розширення виробництва». Таке твердження, на нашу думку, розширює сутнісну характеристику інвестиційного процесу, однак не враховує такого сегмента інвестиційної діяльності, як соціальні інвестиції.

Особливу думку щодо змісту інвестиційного процесу має професор Н. Хрущ, яка в монографії «Інвестиційна діяльність: сучасні стратегії та технології» визначає взаємозв'язок між інвестиційним процесом та інвестиційним ринком через перетворення грошового капіталу на виробничий: «інвестиційний процес розпочинається та закінчується на інвестиційному ринку та характеризує перетворення грошового капіталу на виробничий, коли інвестиції як економічна категорія шляхом капіталізації перетворюються на активи, які здатні приносити прибуток»².

Деякі науковці розглядають зміст «інвестиційного процесу» в контексті ресурсного підходу. Так, А. Бикова та О. Івашина вважають, що «інвестиційний процес — це єдність функціонування фінансових, трудових, матеріально-технічних та інноваційних ресурсів, який можливий лише за умови створення відповідного інституціонального середовища»³. Схоже визначення наводить М. Колісника: «інвестиційний процес — це взаємодія організаційно-правових, фінансових, природних, техніко-технологічних, інформаційно-інтелектуальних, інноваційних та інших суспіль-

¹ Інвестиции: учебник / А. Ю. Андрианов, С. В. Валдайцев, П. В. Воробьев [и др.]; отв. ред. В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Проспект, 2011. — С. 15.

² Хрущ Н. А. Інвестиційна діяльність: сучасні стратегії та технології: [монографія] / Н. Хрущ. — Хмельницький: ХНУ, 2004. — С. 61.

³ Бикова А. Л. Нагромадження капіталу в процесі економічного розвитку (історія, форми, інститути): [монографія] / А. Л. Бикова, О. Ф. Івашина. — Дніпропетровськ: На-ука та освіта, 2007 — С. 92.

них ресурсів, раціональне поєднання яких забезпечує розширене відтворення на інноваційній основі комплексу явищ і процесів, які забезпечують життєдіяльність суспільства»¹.

Найудалішою, на наш погляд, є позиція тих науковців, які стверджують, що інвестиційний процес слід розглядати як економічну систему із властивою їй сукупністю ознак складових елементів.

Н. Маренков вважає, що «інвестиційний процес має всі ознаки системи з притаманною їй сукупністю елементів: суб'єкт (інвестор), об'єкт (об'єкт інвестицій), зв'язок між ними (інвестування з метою інвестиційного доходу), який виступає системотвірним чинником, оскільки об'єднує всі елементи в єдине ціле, та інвестиційне середовище (представлене політичною та правовою, демографічною та екологічною, техніко-економічною та соціально-культурною складовими), в якому вони існують»².

В. Мартиненко у своєму дослідженні йде далі і зазначає, що інвестиційний процес має не лише родові ознаки системи, а й розкриває родові ознаки процесу: всі процеси є двосторонніми, тобто являють собою сукупність не менш як двох полярно чи вузько різноспрямованих сторін (дія та протидія, притягання та відштовхування, зростання та зменшення, збудження та гальмування, монтаж та демонтаж тощо); будь-якому процесу притаманний кількісно-якісний перехід, що, як правило, прихований за сферою невизначеності; невизначеність процесу є моментом переходу від однієї сторони до іншої. Відмінність між системою та процесом полягає в тому, що система на відміну від процесу не може одночасно діяти у двох протилежних напрямках, а перехід однієї сторони в іншу характеризується невизначеністю, яку можна усунути, якщо зрозуміти її характер та особливості виникнення, тоді як взаємодія елементів підсистеми жорстко регламентована, а зміни її елементів призводять до її зупинки та ліквідації³.

На наш погляд, системний підхід до інвестиційного процесу дає змогу визначити його суть, розглянути його особливості і специфіку на різних рівнях реалізації, причому його необхідно розглядати в динаміці між суб'єктами інвестування, які однаковою мірою зацікавлені в досягненні певної мети.

¹ Колісник М. М. Механізми регіонального управління інвестиційною діяльністю: Авторефер. дис. ... кафедра держ. упр.: 25.00.02 / ХРІ НАДУ. — Х., 2008. — С. 13—14.

² Маренков Н. Л. Основы управления инвестициями: [учебник] / — М.: Эдиториал, 2003. — С. 24.

³ Мартиненко В. Ф. Методологічні засади оцінки ефективності інвестиційного процесу у перехідній економіці України / Мартиненко В. Ф. // Вісн. УАДУ. — 2002. — № 1. — С. 81.

У наукових публікаціях існують й інші визначення поняття *інвестиційний процес*: «інвестиційний процес полягає у прирості вкладеного капіталу»¹; «інвестиційний процес — це ланцюжок (метаморфоз) перетворень: ресурси (цінності) — вкладання (витрати); отримання доходу (ефекту) в результаті інвестування»² тощо.

Підсумовуючи огляд основних підходів щодо трактування у вітчизняній та зарубіжній літературі терміна «інвестиційний процес» можна дійти таких висновків.

1) Відмінності у визначеннях різними науковцями поняття «інвестиційний процес» зумовлюються як цілями та завданнями досліджень, так і багатогранною сутнісною характеристикою цієї економічної категорії.

2) Деякі автори не розкривають сутності інвестиційного процесу повною мірою, бо зміщують акценти в бік фінансових чи реальних інвестицій, звужуючи тим самим, смислове навантаження поняття «інвестиційний процес».

3) Науковці часто ототожнюють інвестиційний процес із інвестиційною діяльністю та інвестиційним (проектним) циклом.

4) Низка науковців розглядає інвестиційний процес у контексті:

- реалізації інвестиційного проекту;
- взаємодії суб'єктів інвестиційної діяльності;
- ресурсного підходу до визначення поняття «інвестиції»;
- взаємозв'язку між інвестиційним процесом та інвестиційним ринком.

5) Майже всі визначення інвестиційного процесу стосуються виробничої сфери, однак не враховується такий сегмент інвестиційної діяльності, як вкладання в соціальну сферу, в тому числі інвестиції в людський капітал.

Найудалішою є позиція тих науковців, які:

- а) досліджують інвестиційний процес на макро- та мікрорівні;
- б) вважають, що інвестиційний процес — це економічна система з властивою їй сукупністю ознак складових елементів.

Попри наявність різновекторних поглядів на сутність поняття «інвестиційний процес» їх треба вивчати, узагальнювати та використовувати в дослідженні складних явищ інвестиційного середовища.

Погоджуючись із В. Мартиненком, Н. Маренковим та іншими, вважаємо, що інвестиційний процес слід розглядати як систему,

¹ *Игонин Н. В.* Инвестиции: организация управления и финансирование: Учеб. для вузов по экон. специальностям. — М.: Финансы; Юнити, 1999. — С. 48.

² *Бочаров В. В.* Финансово-кредитные методы регулирования рынка инвестиций. — М.: Финансы и статистика, 1993. — С. 7.

але при цьому врахувати, що «будь-які зміни, котрі відбуваються в системі, називаються процесом. Процес інколи визначають як перетворення вхід у вихід системи: зміна на вході системи приведе до зміни стану її на виході в результаті процесу, що відбувається в ній ... Участь в процесі є тим критерієм, за яким відбирають елементи, що входять або не входять до системи»¹.

Системний підхід у дослідженні інвестиційного процесу — це комплексне вивчення інвестиційного процесу як єдиного цілого із відображенням взаємовідносин між його частинами (суб'єкти та об'єкти інвестиційної діяльності, інвестиційні ресурси, інвестиційна політика, інвестиційний ринок тощо) як елементами системи.

Проаналізувавши низку публікацій відомих російських науковців-філософів А. Авер'янова, П. Анохіна, І. Блауберга, І. Кліра, В. Садовського, Є. Юдина, Ю. Черняка², ми з'ясували, що системний підхід є одним із дієвих компонентів процесу наукового пізнання складних явищ у царині економічних відносин. Системні усвідомлення та методологічні засоби відповідають потребам сучасної економічної науки, бо розкривають закономірності функціонування й інтеграції об'єктів дослідження.

Розгорнуте визначення системного підходу полягає в тому, що будь-яка система (об'єкт) розглядається як сукупність взаємозв'язаних елементів (компонентів), що має вихід (мету), вхід (ресурси), зв'язок із зовнішнім середовищем та зворотний зв'язок. Це найскладніший підхід, бо саме за його використання вирішується головне питання загальної теорії систем, згідно з якою кожен об'єкт у процесі його дослідження має розглядатися як велика і складна система і водночас, як елемент більш загальної системи.

Системний підхід базується на загальновідомих принципах:

1) *кінцевої мети* — абсолютний пріоритет кінцевої (глобальної) мети;

2) *єдності* — розгляд системи як цілого та як сукупності частин (елементів);

¹ Черняк Ю. И. Системный анализ в управлении экономикой / Ю. И. Черняк. — М.: Экономика, 1975. — С. 34.

² Аверьянов А. Н. Системное познание мира: методологические проблемы / А. Н. Аверьянов. — М.: Политиздат, 1985. — 263 с.; Анохин П. К. Избранные труды. Философские аспекты теории функциональной системы / П. К. Анохин. — М., 1978. — 234 с.; Блауберг И. В. Становление и сущность системного подхода / И. В. Блауберг, Э. Г. Юдин. — М.: Наука, 1973. — 286 с.; Блауберг И. В. Философский принцип системности и системный подход / И. В. Блауберг, В. Н. Садовский, Э. Г. Юдин // Вопросы философии. — 1978. — № 8. — С. 39—52; Клир И. Абстрактное понятие системы как методологическое средство — // Исследования по общей теории систем. — М.: Прогресс, 1969. — 520 с.; Черняк Ю. И. Системный анализ в управлении экономикой / Ю. И. Черняк. — М.: Экономика, 1975. — 192 с.

3) *зв'язності* — розгляд будь-якої частини в сукупності з її зв'язками з оточенням;

4) *ієрархії* — корисно вводити ієрархію частин (елементів) і (чи) ранжування їх;

5) *функціональності* — спільний розгляд структури та функцій із пріоритетом функцій над структурою;

6) *розвитку* — врахування змін системи, її здатності до розвитку, розширення, заміни частин, нагромадження інформації;

7) *децентралізації* — поєднання ухвалюваних рішень та управління централізацією і децентралізацією;

8) *невизначеності* — врахування чинників невизначеності та ймовірності в системі¹.

З огляду на викладене, вважаємо, що дослідження сутності поняття «інвестиційний процес» із використанням системного підходу має передбачати обов'язковість застосування таких аспектів:

1) *системно-елементного*, або *системно-комплексного* — виявлення ключових елементів (складових) інвестиційного процесу;

2) *системно-структурного* — з'ясування внутрішніх зв'язків та залежностей між елементами інвестиційного процесу, що дає уявлення про його внутрішню організацію (будову);

3) *системно-функціонального* — виявлення функцій інвестиційного процесу;

4) *системно-цільового* — необхідність наукового визначення загальної мети інвестиційного процесу на макрорівні в контексті цілей усіх суб'єктів інвестиційної діяльності та їхніх взаємних зв'язків;

5) *системно-ресурсного* — ретельне виявлення інвестиційних ресурсів, потрібних для ефективного функціонування інвестиційного процесу;

6) *системно-інтеграційного* — виокремлення сукупності характерних ознак інвестиційного процесу для визначення його цілісності та особливості;

7) *системно-комунікаційного* — виявлення зовнішніх зв'язків інвестиційного процесу з іншими системами;

8) *системно-історичного* — з'ясування часових умов, що вплинули на формування інвестиційного процесу, його сучасний стан та можливі перспективи розвитку.

Отже, системне пізнання сутності інвестиційного процесу має передбачати:

1) визначення сутності інвестиційного процесу як складової економічної системи в царині суспільних відносин (рис. 1.1);

Блауберг И. В. Философский принцип системности и системный подход / И. В. Блауберг, В. Н. Садовский, Э. Г. Юдин // Вопросы философии. — 1978. — № 8. — С. 46—47.

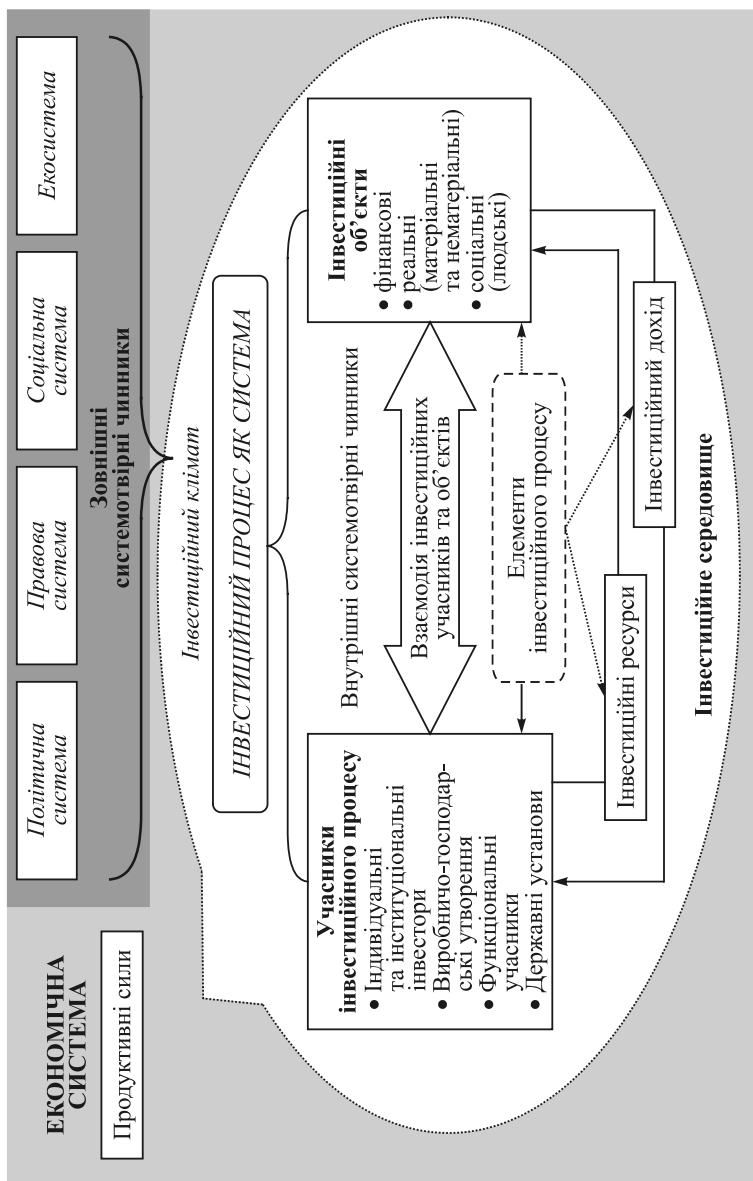


Рис. 1.1. Структурно-логічна схема інвестиційного процесу як системи *

* Розроблено автором.

2) розгляд інвестиційного процесу як системи, тобто як обмеженої множини елементів, що взаємодіють;

3) визначення складу, структури й організації елементів і частин інвестиційного процесу з метою виявлення найважливіших зв'язків між ними;

4) виявлення зовнішніх зв'язків інвестиційного процесу та його ролі серед інших систем;

5) аналіз діалектики структури і функції системи та виявлення на цій основі закономірностей і тенденцій розвитку інвестиційного процесу як системи;

За такого підходу інвестиційний процес має розглядатися, з одного боку, як підсистема економічної системи, а з іншого — як окрема система, що включає сукупність взаємопов'язаних елементів однієї складної динамічної системи — інвестиційної сфери, яка зазнає постійних змін під впливом багатьох внутрішніх і зовнішніх системотвірних чинників, спрямованих на перетворення інвестиційних ресурсів на нові дохідні активи — фінансові, реальні та людські. Ці системотвірні чинники поділяють на внутрішні та зовнішні (рис. 1.1).

Внутрішні системотвірними чинники — це фактори, що породжуються окремими елементами, що об'єднуються в систему (інвестиційний процес), групами елементів або всією множиною. До них відносять:

✦ **інвестиційне середовище** — як одиничну або множинну сферу діяльності, що переважно визначає специфіку та складові інвестиційного процесу;

✦ **інвестиційний об'єкт** — об'єкт, що потребує залучення інвестицій для забезпечення подальшого існування або розвитку інвесторів. Це об'єкт, властивості якого дають змогу інвесторові за певних умов отримати інвестиційний дохід. За змістом інвестиційні об'єкти можуть бути фінансовими, реальними та соціальними;

✦ **учасників інвестиційного процесу** — суб'єкти, дія яких зорієнтована на зміну властивостей об'єкта інвестицій з метою отримання інвестиційного доходу;

✦ **інвестиції** — пряме чи опосередковане вкладання інвестиційних ресурсів інвестора в об'єкт інвестицій з метою отримання інвестиційного доходу;

✦ **інвестиційний дохід** — змінені властивості об'єкта інвестицій у вигляді нової споживчої вартості, здатної відшкодувати інвестиційні витрати інвесторам та забезпечити фінансовий і/або соціальний ефект іншим учасникам інвестиційного процесу.

Зв'язок між елементами інвестиційного процесу відбувається через *інвестування* — процес безпосередньої чи опосередкованої дії учасників інвестиційного процесу на об'єкт інвестицій, здійснюваний з метою зміни його властивостей.

У момент здійснення вкладання інвестор встановлює зв'язок з конкретним об'єктом і стає його учасником. Таке об'єднання в результаті дії інвестора спершу приводить до зміни властивостей об'єкта інвестицій. Згодом змінені властивості у вигляді інвестиційного доходу впливають на інвестора, змінюючи при цьому його властивості, передовсім, збільшують ресурсний потенціал для майбутніх інвестицій (рис. 1.2).

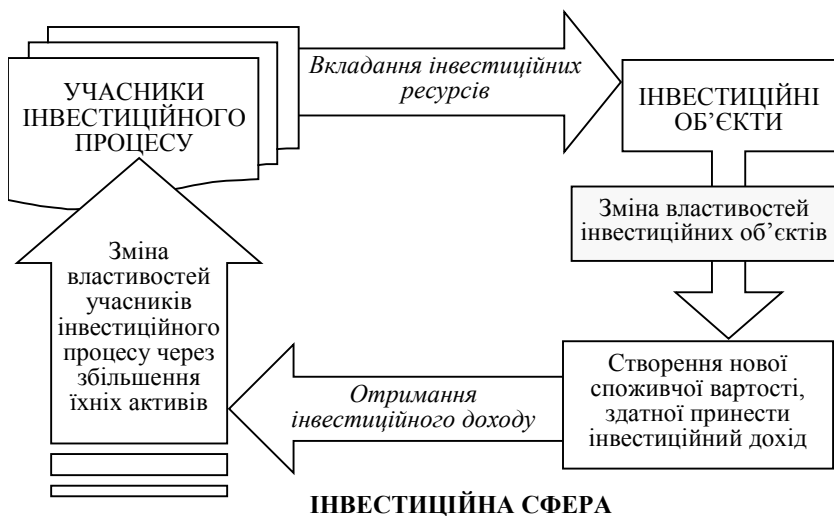


Рис. 1.2. Взаємозв'язок учасників інвестиційного процесу з інвестиційними об'єктами

* Розроблено автором.

Після припинення інвестиційного процесу суб'єкт і об'єкт починають існувати в новій якості. Таким чином, інвестиційний процес сприяє дифузії властивостей суб'єкта і об'єкта.

Тісний взаємозв'язок між внутрішніми елементами дає можливість існувати інвестиційному процесу як системі. Крім того, ці елементи є не лише системотвірними, й системозберезувальними. За умови зникнення чи обмеження в діях одного із таких елементів система може не працювати.

Наведемо приклад. Динаміка суспільного розвитку визначається розвитком окремих сфер діяльності. Якщо в окремій сфері діяльності відбувається революційний прорив, що веде до її бурхливого зростання, це викликає природну ланцюгову реакцію розвитку пов'язаних із нею сфер. І навпаки, якщо відбувається еволюційний розвиток сфер діяльності, його динаміка, як правило, визначається можливостями зростання найрозвиненішою з них. Коли інвестиції й інвестиційний дохід мають різне наочне наповнення, тобто належать до різних сфер діяльності, множинні інвестиційні процеси роблять ці сфери взаємопроникними, внаслідок чого відбувається локальна керована зміна динаміки їхнього розвитку. Це, своєю чергою, викликає штучну ланцюгову реакцію розвитку пов'язаних сфер. Таким чином, інвестиційні процеси дають змогу створювати і підтримувати штучну реакцію розвитку пов'язаних сфер діяльності і, як наслідок, — прискорення відтворення продуктивних сил суспільства.

Зовнішні системотвірні чинники — це зовнішні чинники середовища, що сприяють виникненню і розвитку систем. Передусім це чинники економічної системи, елементом якої є інвестиційний процес (рис. 1.1).

Якщо розглядати *економічну систему* як «сукупність видів економічної діяльності людей, спрямованих на виробництво, розподіл, обмін та споживання товарів і послуг у процесі їхнього взаємодії, а також на регулювання такої діяльності відповідно до мети суспільства»¹, тоді до головних економічних чинників, що впливають на інвестиційний процес, можна віднести:

- стан і структуру продуктивних сил суспільства;
- рівень розвитку техніко-, організаційно- і соціально-економічних відносин;
- державне регулювання суспільного відтворення.

Разом із тим, стан і структура продуктивних сил безпосередньо залежать від інвестиційної активності суб'єктів господарювання, таким чином, можемо стверджувати про наявність тісного взаємозв'язку між економічною системою та інвестиційним процесом.

До зовнішніх системотвірних ми відносимо й ті чинники, які формуються в інших системах — політичній, правовій, соціальній та екологічній. Чинники, що належать до цих систем, прямо чи опосередковано впливають на функціонування інвестиційного процесу. Вони не можуть відігравати головну роль, вони випад-

¹ Політична економія: [навчальний посібник] / [К. Т. Кривенко, В. С. Савчук, О. О. Беляєв та ін.; за ред. д-ра екон. наук, проф. К. Т. Кривенка]. — Вид. 2-ге, без змін. — К.: KNEU, 2006. — С. 62.

кові, як такі вони можуть бути внутрішніми і необхідними в масштабі функціонування та розвитку інвестиційного процесу. Найвагомішими елементами цих систем є: політична нестабільність; неврегульованість та недосконалість законодавства; непередбачуваність і непрозорість державної політики; корупованість та криміналізація влади; рівень освіти населення; стан здоров'я та довголіття; стан екології і довкілля, рівень забезпечення природними ресурсами тощо¹.

Здебільшого всі зовнішні системотвірні чинники є основними в процесі формування інвестиційного клімату в країні.

У результаті комплексного дослідження сутності поняття «інвестиційний процес» можемо виокремити його характерні ознаки (рис. 1.3). Крім того, вважаємо, що в царині економічної науки поняття «інвестиційний процес» має використовуватися у двох напрямках:



Рис. 1.3. Характерні ознаки інвестиційного процесу*

* Розроблено автором.

¹ Детальніше вплив зовнішніх системоутворюючих факторів на активізацію інвестиційного процесу буде розглянуто нами у наступних розділах монографічного дослідження.

1) **на мікрорівні** (як процес) — *це закономірна сукупність послідовних дій (які мають циклічний характер, тобто повторюються) суб'єктів інвестиційної діяльності, спрямована на зміну об'єкта інвестування або його розвиток, з метою отримання результату (доходу);*

2) **на макрорівні** (як система) — *це система економічних відносин (що постійно повторюються), яка включає сукупність взаємопов'язаних елементів однієї складної динамічної системи — інвестиційної сфери, що перебуває в стані постійних змін під впливом багатьох внутрішніх і зовнішніх системотвірних чинників, спрямованих на перетворення інвестиційних ресурсів суб'єктів господарювання на нові доходні активи — фінансові, реальні та людські.*

Саме такий підхід до визначення поняття «інвестиційний процес» дасть можливість, з одного боку, ґрунтовно досліджувати особливості всіх видів інвестицій (фінансових, реальних та соціальних), а з іншого — визначати стан, проблеми та шляхи розвитку інвестиційної сфери в контексті її взаємодії з іншими складовими суспільства.

1.2. Структура та основні складові інвестиційного процесу на мікрорівні

Т.В. Майорова

Як було доведено нами у попередньому розділі, поняття «інвестиційний процес» є складною економічною дефініцією, яку можна використовувати у двох напрямках — на мікро- та макрорівнях. У зв'язку з тим, що більшість науковців розглядають інвестиційний процес фрагментарно та лише у прив'язці його до певного виду інвестицій, без урахування всіх внутрішніх та зовнішніх чинників впливу на інвестиційну діяльність, вважаємо за доцільне теоретично обґрунтувати структуру й основні складові інвестиційного процесу, в тому числі на різних рівнях.

Передусім, звернімося до сутнісної характеристики терміна «процес». Так, у філософському словнику за редакцією І. Фролова процес (від лат. *processus* — проходження, просування) — це закономірна, послідовна зміна явища, його перехід в інше явище (розвиток)¹.

¹ Философский словарь / Под ред. И. Т. Фролова. — 7-е изд., перераб. и доп. — М.: Республика, 2001. — С. 474.

У новому тлумачному словнику української мови дефініцію «процес» розглянуто у двох формах:

1) послідовна зміна стандартів або явищ, яка відбувається закономірним чином; перебіг розвитку чогось; плин, перебіг.

2) сукупність послідовних дій, засобів, спрямованих на досягнення певного наслідку¹.

Отже, основою (базисом) сутнісної характеристики інвестиційного процесу мають бути:

- сукупність послідовних дій, засобів;
- дії, спрямовані на зміну явища (об'єкта), його розвиток або перехід в інше явище;
- зміна явища відбувається закономірним чином;
- зміна явища спрямована на досягнення певного наслідку (результату).

Наступне, на що слід звернути увагу — це те, що інвестиційний процес є коливальним, динамічним і стохастичним процесом і характеризується проходженням інвестиційних циклів.

Згідно з тлумачним словником за редакцією С. Ожегова та Н. Шведова, «динаміка — це перебіг розвитку, зміни будь-якого руху; рух, дія, розвиток», а «статика — стан спокою в будь-який певний момент»².

Разом із тим за твердженням Л. Лопатнікова, «стан — характеристика системи на даний момент її функціонування», а «рух — переміщення будь-чого в певному напрямі, перехід із одного стану в інший стан»³.

Таким чином, статичний підхід у дослідженні інвестиційного процесу — це вивчення його стану на певний момент. Для динамічного підходу характерним є оцінювання інвестиційного процесу в русі за певний момент, зокрема в переході з одного стану в інший.

Ознакою стану інвестиційного процесу на певний момент має бути певна сукупність значень економічних показників, які враховують міру впливу певних чинників на цей процес. Наприклад, ключовим чинником успішного функціонування інвестиційного процесу є: бажання інвестора вкладати кошти в конкретні об'єкти інвестування, наявність вільного капіталу, активність

¹ Новий тлумачний словник української мови: 42000 слів: У 3-х томах / Укл. В. В. Яременко. — 2-ге вид., виправ. — К.: АКОНІТ. Т.3: П-Я. — 2003. — С. 64.

² Ожегов С. И. Толковый словарь русского языка / С. И. Ожегов, Н. Ю. Шведова. — М.: Азбуковник, 1998. — С. 166, 179, 764.

³ Лопатников Л. И. Экономико-математический словарь / Л. Лопатников. — М.: Изд-во «АВФ», 1996. — С. 153, 498.

суб'єктів ринку капіталу та необхідних умов функціонування. Саме від цього залежить стабільне функціонування інвестиційного процесу.



Рис. 1.4. Логіко-структурна послідовність інвестиційного процесу на мікрорівні*

*Розроблено автором.

Нами визначено, що на мікрорівні інвестиційний процес — це закономірна сукупність послідовних дій суб'єктів інвестиційної діяльності, спрямована на зміну об'єкта інвестування чи його

розвиток, з метою отримання результату (доходу). Проте конкретна реалізація інвестиційного процесу безпосередньо залежить від об'єкта інвестування.

На відміну від російських науковців, які поділяють інвестиційний процес на два етапи: 1) прийняття рішення щодо інвестування; 2) здійснення й експлуатація інвестицій¹, ми вважаємо, що інвестиційний процес на мікрорівні має передбачати в три етапи (рис. 1.4).

При цьому в першому етапі слід виокремлювати низку самостійних фаз (підетапів, циклів), характерних для здійснення будь-яких видів інвестицій.

Окремі науковці² перший етап інвестиційного процесу називають мотивацією інвестиційної діяльності. Головним мотивом такої діяльності є надлишок певних коштів у суб'єкта господарювання або приватної особи, які не бажають витратити їх на споживання. Акумуляючи певний обсяг нагромаджень (заощаджень), інвестор прагне придбати на інвестиційному ринку фінансові, матеріальні або нематеріальні активи (інвестиційні товари), тобто здійснити інвестиції.

На нашу думку, найперше, з чого розпочинається інвестування, — це *процес формування інвестором системи довгострокових цілей інвестиційної діяльності*. Іншими словами, інвестор формує **інвестиційну стратегію**, вихідною передумовою якої є загальна стратегія економічного розвитку компанії. Стосовно неї інвестиційна стратегія має характер підлеглості й повинна узгоджуватися з нею за цілями та етапами розвитку.

Однією з умов, що визначають актуальність розроблення інвестиційної стратегії підприємства, є його майбутній перехід до нової стадії життєвого циклу. Кожній стадії життєвого циклу підприємства властиві характерні їй рівень інвестиційної активності, напрям і форми інвестиційної діяльності, особливості формування інвестиційних ресурсів.

На (рис. 1.5) ми видокремили типові етапи життєвого циклу підприємства в координатах часу та інвестиційних ресурсів: 1) формування початкового капіталу (точка А); 2) просте відтво-

¹ Інвестиции: [учебник] / А. Ю. Андрианов, С. В. Валдайцев, П. В. Воробьев [и др.]; отв. ред. В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Проспект, 2011. — С. 34.

² Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом: [монографія] / А. А. Пересада. — К.: Лібра, 2002. — С. 31; Хрущ Н. А. Інвестиційна діяльність: сучасні стратегії та технології: [монографія] / Н. Хрущ. — Хмельницький: ХНУ, 2004. — С. 62—63.

рення капіталу підприємства (відрізки АБ, ЗК, ЛМ); 3) розширене відтворення капіталу підприємства (відрізки БВ, ГД, ЖЗ); 4) залучення підприємством зовнішніх інвестицій (відрізок ВГ); 5) ведення підприємством зовнішньої інвестиційної діяльності (відрізки ДЖ, КЛ); 6) скорочене відтворення (відрізок МН); 7) потреба у виробничому переоснащенні підприємства, значних зовнішніх інвестиціях (точка Н).

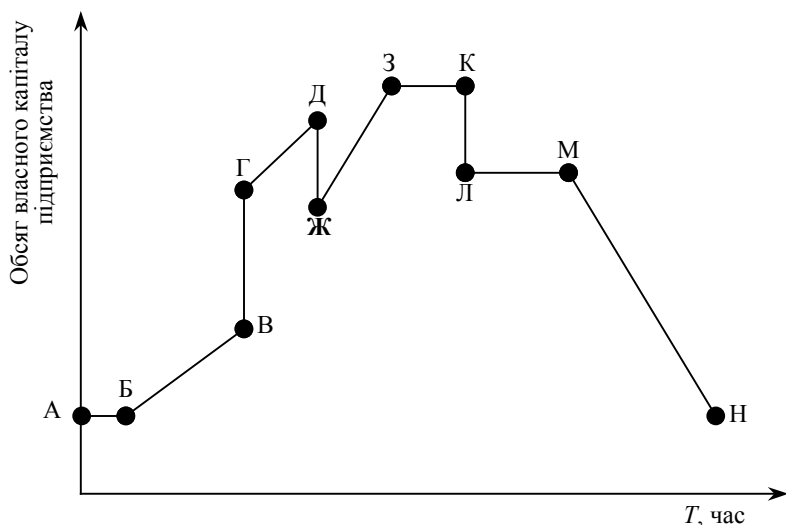


Рис. 1.5. Життєвий цикл підприємства в координатах часу та інвестиційних ресурсів

*Розроблено автором.

Таким чином, розроблювана інвестиційна стратегія дає змогу дозволяє заздалегідь адаптувати інвестиційну діяльність до майбутніх кардинальних змін можливостей економічного розвитку підприємства.

Процес формування інвестиційної стратегії підприємства також проходить певні етапи:

1) визначення періоду реалізації інвестиційної стратегії з урахуванням розміру підприємства, його потужності, темпів розвитку, галузевої належності, а також передбачуваності розвитку економіки загалом;

2) визначення стратегічних цілей інвестиційної діяльності: забезпечення приросту капіталу або підвищення рівня прибут-

ковості інвестицій; зміну пропорцій у структурі реального та фінансового інвестування через удосконалення галузевої та регіональної спрямованості інвестиційних програм; удосконалення технологічної та відтворювальної структури капітальних вкладень тощо;

3) розроблення стратегії формування інвестиційних ресурсів;

4) конкретизація інвестиційної стратегії за періодами її впровадження;

5) оцінювання розробленої інвестиційної стратегії.

Отже, розроблення стратегічних напрямів інвестиційної діяльності пов'язане із визначенням як співвідношень різних форм інвестування на конкретних етапах перспективного періоду, так і галузевої спрямованості інвестицій.

Наступним етапом є етап *формування цілей інвестування*. Вибір пріоритетів інвестора зумовлений низкою внутрішніх і зовнішніх чинників. Наприклад, найвагомішим серед внутрішніх чинників є функціональна спрямованість, тобто основні види діяльності інвестора. Так, для інституційних інвесторів головним напрямом інвестування є цінні папери. Підприємства реального сектору економіки, що здійснюють виробничу діяльність, віддають перевагу вкладенням у матеріальні та нематеріальні активи.

Серед інших внутрішніх чинників важливу роль відіграють стратегічна спрямованість виробничої діяльності підприємства, розміри та стадія життєвого циклу підприємства.

Головними зовнішніми чинником, які суттєво впливають на вибір форм інвестування, є: темпи інфляції, вартість інвестиційних ресурсів, розвиток фондового ринку та банківської системи, політична ситуація в країні.

Сформульовані таким чином цілі спрощують завдання, що пов'язані із визначенням напрямів інвестування. Серед них можуть бути як взаємозалежні інвестиції, так і незалежні, а також альтернативні, що взаємно виключають одна одну.

Останньою фазою першого етапу інвестиційного процесу є *вибір конкретних об'єктів інвестування*, здійснюваний у процесі планування й обґрунтування інвестицій. Вихідними компонентами інвестиційного планування є пошук та формування варіантів інвестицій, визначення відносних і абсолютних розмірів їх прибутковості, встановлення можливостей фінансування за рахунок різних джерел, оцінювання надійності реалізації та можливості успіху того чи іншого варіанта інвестування.

У цьому контексті заслуговують на увагу дослідження іноземних науковців М. Алексіса, К. Вілсона¹, М. Бромвича², В. Бочарова³ та ін., які зазначають, що вибір найефективнішого об'єкта інвестування розпочинається з чіткого визначення можливих варіантів. Альтернативні об'єкти по черзі порівнюють один з одним й обирають найкращий за рівнем прибутковості, безпеки та надійності. Окрім того, при виборі об'єктів інвестування рекомендують дотримуватися певних (принципів), серед яких головним правил є принцип граничної рентабельності, згідно з яким слід обирати такі об'єкти інвестування, які забезпечуватимуть інвесторові досягнення максимальної (граничної) прибутковості.

Наступним правилом є те, що чистий прибуток від інвестиційних вкладень має перевищувати величину прибутку від розміщення грошових коштів на банківський депозит, тобто рентабельність інвестицій завжди має бути вищою за середньорічний темп інфляції. Інше правило полягає в тому, що рентабельність конкретного об'єкта з урахуванням чинника часу завжди має бути вищим за рентабельність альтернативних проєктів. Зрештою, останній принцип, — це принцип збалансованості ризиків. Незалежно від виду інвестицій інвестори мають оцінити всі ризики вкладень та визначити найоптимальніші шляхи їх мінімізації.

Лише дотримуючись вказаних правил на практиці, інвестор може прийняти обґрунтоване інвестиційне рішення, що відповідатиме його стратегічним і тактичним цілям.

Подальша реалізація інвестиційного процесу залежить від виду інвестицій, саме тому другий етап, на нашу думку, слід розподілити на два окремі: здійснення інвестицій та експлуатація об'єктів інвестиційної діяльності.

Зокрема, при реалізації *реальних інвестицій* інвестиційний процес тісно пов'язаний із життєвим циклом створення основних засобів підприємства, тобто він є початковим етапом у життєвому циклі створення основних засобів підприємства. Водночас він також є послідовним процесом кількох стадій виробничого процесу, в результаті якого створюється інвестиційна продукція:

¹ Alexis M., Wilson C. Z. Organizational Decision Making. — Prentice-Hall, 1967. — P. 234—256.

² Бромвич М. Анализ экономической эффективности капиталовложений: Пер. с англ. А. Г. Пивоварова. — М.: Инфра-М. 1996. — С. 37.

³ Бочаров В. В. Финансовый инжиниринг / В. Бочаров. — СПб.: Питер, 2004. — С. 130—132.

1) проектування або розроблення проектно-кошторисної документації для реалізації реальних інвестицій; 2) будівельні та будівельно-монтажні роботи; 3) освоєння проектних потужностей та вихід на проектні параметри експлуатації об'єктів.

Наприкінці життєвого циклу основних фондів, що мають значний фізичний та моральний (функціональний) знос, здійснюють ліквідацію об'єкта. Якщо технічно можлива й економічно доцільна реновація (оновлення) об'єкта шляхом його реконструкції, модернізації або технічного переоснащення, то на цій стадії також здійснюються капіталоутворювальні інвестиції і, відповідно, інвестиційний процес (рис. 1.6).

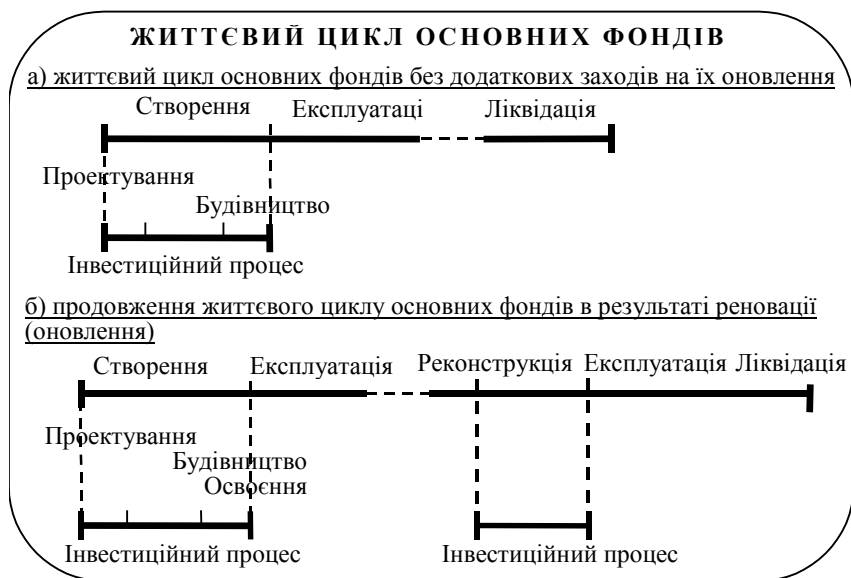


Рис. 1.6. Взаємозв'язок життєвого циклу основних фондів з інвестиційним процесом*

*Розроблено автором.

Таким чином, інвестиційний процес при реалізації реальних інвестицій — це процес здійснення капіталоутворювальних інвестицій у будівництво нових чи реконструкцію та модернізацію діючих об'єктів виробничого чи невиробничого призначення. Об'єктивним підґрунтям такого процесу є *інвестиційні цикли*, які визначаються часом між моментом формування інвестиційних намірів до моменту виходу зданих в експлуатацію об'єктів на проектні техніко-економічні показники.

У рамках інвестиційного циклу відбувається кругообіг реальних інвестицій (рис. 1.7), який включає такі етапи:

1) перетворення ресурсів у капітальні вкладення (витрати), тобто здійснюється процес трансформації інвестицій у конкретні об'єкти інвестиційної діяльності;

2) перетворення вкладених коштів на приріст капітальної вартості, що характеризує кінцеве перетворення й отримання нової споживчої вартості у вигляді товарів чи надання послуг;

3) приріст капітальних вартостей у формі доходу або соціального ефекту, тобто реалізується кінцева мета інвестиційної діяльності;

4) відшкодування вкладених інвестицій та отримання чистого прибутку як джерела для майбутніх інвестицій (реінвестицій) підприємства.

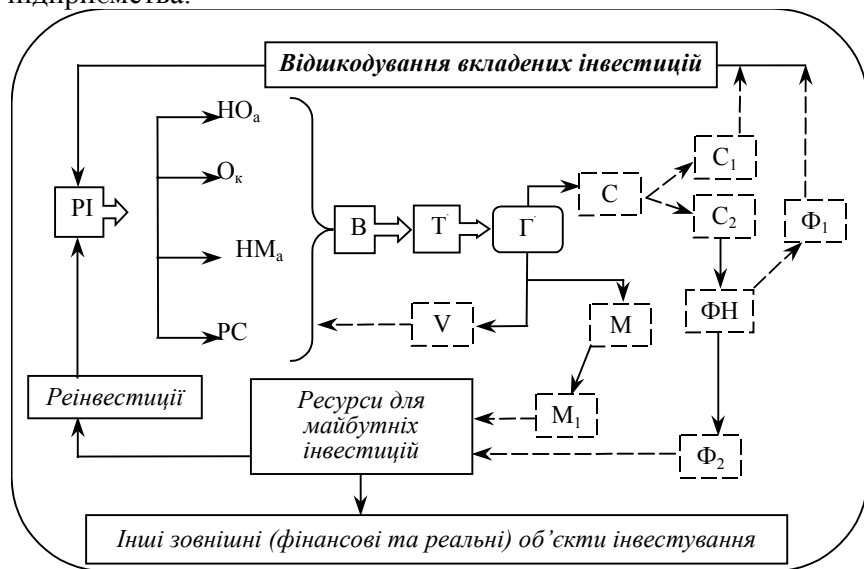


Рис. 1.7. Кругообіг реальних інвестицій*

Примітка: PI — реальні інвестиції в грошовій, фінансовій, матеріальній формам, а також у формі майнових прав та інтелектуальних цінностей; HO_a — необігові активи; O_k — обіговий капітал; HM_a — нематеріальні активи; PC — робоча сила; B — виробнича фаза обігу інвестицій; T — товарна фаза обігу інвестицій; Γ — грошова фаза обігу інвестицій (ціна реалізації інвестиційного капіталу); M — чистий дохід у вигляді прибутку; M_1 — частина чистого прибутку, що спрямовується на нові інвестиції у підприємство (реінвестиції); V — фонд оплати праці, включно з відрахуваннями на соціальне страхування; C — фонд відшкодування; C_1 — фонд відшкодування матеріальних витрат, які включаються у витрати виробництва; C_2 — амортизаційний фонд; $ФН$ — фонд накопичення; $ФН_1$ — фонд накопичення, спрямований на відшкодування витраченого капіталу; $ФН_2$ — фонд накопичення, який використовується для нових інвестицій.

* Розроблено автором.

Початковий та кінцевий ланцюжок замикаються, створюючи новий взаємозв'язок: *чистий прибуток — інвестиційні ресурси*. Відтак, процес інвестування повторюється.

У цьому контексті слід зазначити, що існує тісний взаємозв'язок між інвестиційним та виробничим процесами. Самі по собі вони існувати не можуть. З одного боку, інвестиції дають можливість здійснити сам процес виробництва, а з іншого, — результати виробничого процесу впливають на процес накопичення, тобто на можливості подальшого інвестування. Крім того, головним є те, що взаємозв'язок між виробництвом та інвестиціями здійснюється через фінансові відносини. Тобто інвестиції не можуть існувати поза фінансовими процесами, бо вони є їхнім логічним продовженням.

Фінансовий процес характеризується платіжним рухом, який розпочинається з надходжень (передумова формування інвестиційного капіталу); своєю чергою, інвестиції характеризуються рухом платежів, які розпочинаються з витрат (вкладення капіталу заради отримання фінансового результату — доходу).

Отже, ми можемо стверджувати про існування тісного взаємозв'язку між інвестиціями та основними економічними категоріями, якими є: виробництво, фінанси, розрахунки, доходи та витрати.

Наведена на рис. 1.7 схема кругообігу інвестицій може відображати рух коштів за будь-якої форми підприємницької діяльності, а за потреби, залежно від специфіки інвестування (фінансові чи реальні інвестиції), зі схеми можна вилучити виробничу й товарну стадії руху коштів.

У разі реалізації інвестиційного проекту основою інвестиційного процесу є *проектний цикл* або *життєвий цикл проекту* — період від задуму проекту до його завершення, тобто отримання останньої вигоди через ліквідацію проекту. Структура та основні складові життєвого циклу проекту досить ґрунтовно викладені в міжнародних рекомендаціях ЮНІДО¹ щодо оцінювання інвестиційних проєктів, висвітлені В. Беренсом та П. М. Хавранеком², саме тому, на нашу думку, вони не потребують додаткового дослідження.

Натомість процес реалізації *фінансових інвестицій* має певну специфіку. З економічної точки зору фінансові інвестиції є ін-

¹ UNIDO (United Nations Industrial Development Organization) — Організація ООН з проблем промислового розвитку.

² Беренс В., Хавранек П. М. Руководство по оценке эффективности инвестиций: / Пер. с англ. — Перераб. и доп. изд. — М.: АОЗТ «Интерексперт», «ИНФРА-М», 1995. — С. 25—43 с.

струментами, за допомогою яких вирішуються стратегічні й оперативні завдання ефективного розміщення капіталу суб'єктів господарювання на вітчизняних та зарубіжних фінансових ринках. Фінансові інвестиції здійснюються переважно за рахунок власних фінансових ресурсів підприємств у формі зовнішнього інвестування у фінансові інструменти (серед яких переважають цінні папери), які, на сподівання інвестора, в майбутньому принесуть йому очікувані доходи і/або забезпечать контроль над діяльністю підприємства. Інвестування вільних коштів у фінансові інструменти передбачає різні цілі, головними з яких є: отримання в майбутньому доходу, перетворення вільних заощаджень на високоліквідні цінні папери, контроль над підприємством-емітентом тощо.

Фінансові інвестиції реалізуються у формі прямих інвестицій у фінансові інструменти або через формування інвестиційного портфеля, кругообіг яких узагальнено на рис. 1.8.

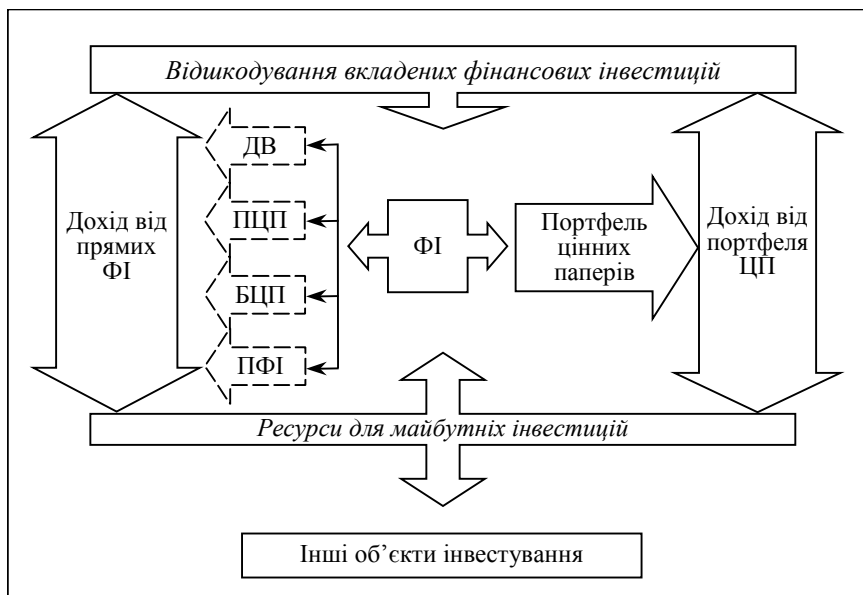


Рис. 1.8. Кругообіг фінансових інвестицій*

Примітка до позначення: ФІ — фінансові інвестиції; ЦП — цінні папери; ДВ — депозитні вкладення; ПЦП — пайові цінні папери; БЦП — боргові цінні папери; ПФІ — похідні фінансові інструменти.

* Розроблено автором.

На думку автора, на окрему увагу заслуговує структура процесу портфельного інвестування. Більшість вітчизняних та іноземних науковців при визначенні етапів процесу портфельного інвестування спираються на дослідження У. Шарпа, Г. Александера та Д. Бейли, котрі запропонували таку послідовність дій: 1) вибір інвестиційної політики; 2) аналіз ринку цінних паперів; 3) формування портфеля цінних паперів; 4) перегляд портфеля цінних паперів; 5) оцінювання ефективності портфеля цінних паперів¹.

Процес портфельного інвестування здебільшого є безперервним і послідовним, проте здійснюють його поетапно. Ми вважаємо, що його можна виокремити у стадії, які разом утворюють замкнений, за умови реструктуризації циклічний процес (рис. 1.9).

Утім, найважливішою стадією портфельного інвестування є етап формування портфеля, який залежить від інвестиційних цілей та завдань інвестора. Пріоритети формування портфеля цінних паперів значною мірою є альтернативними. Так, забезпечення високих темпів зростання капіталу певною мірою досягають за рахунок зниження рівня поточної дохідності. Високі доходи зазвичай супроводжуються високим рівнем ризику. Своєю чергою, забезпечення достатньої ліквідності може обмежити наявність у портфелі високодохідних фінансових активів (особливо довготермінових).

Інвестиційний портфель формується відповідно до інвестиційної стратегії (політики) з урахуванням таких чинників: фінансові можливості інвестора (наявність внутрішніх джерел фінансування); можливість залучення зовнішніх вітчизняних та іноземних джерел фінансування; інвестиційний клімат; кон'юнктура інвестиційного ринку; особливості інвестиційної стратегії (рівень агресивності інвестиційної стратегії, схильність інвестора до ризику, здатність ефективно управляти портфелем).

Упродовж усього терміну портфельного інвестування треба здійснювати моніторинг стану кон'юнктури інвестиційного ринку, а після придбання фінансових інструментів ще й контролювати рівень їх доходності, безпечності та ліквідності. Якщо ринкові зміни роблять портфель цінних паперів неадекватним інвестиційним цілям, тоді варто скоригувати стратегію та структуру портфельного інвестування. Іншими словами, відбувається рест-

¹ Шарп У. Ф. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Д. Александер, Дж. В. Бейли. / — Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 1999. — С. 10.

руктуризації портфеля, тобто процес портфельного інвестування повторюється. Якщо в процесі оцінювання інвестиційного портфеля виявлено тенденції, які можуть призвести до втрат не лише доходу, й інвестованого капіталу, або якщо інвестор змінює свої стратегічні цілі щодо інвестування, такий портфель ліквідується.



Рис. 1.9. Структура процесу портфельного інвестування

* Розроблено автором.

Таким чином, дослідивши структуру та основні складові *інвестиційного процесу на мікрорівні*, можна дійти таких висновків.

- Інвестиційний процес являє собою сукупність послідовних дій та операцій з реалізації інвестицій, які можна виокремити у три етапи: а) прийняття рішення щодо інвестування; б) здійснення інвестицій; в) експлуатація об'єктів інвестиційної діяльності. Конкретний перебіг інвестиційного процесу залежить від об'єкта інвестування. Відповідно і розмежування етапів інвестиційного процесу багато в чому зумовлення видами інвестування, насамперед реальними та фінансовими.

- Незалежно від виду інвестицій, інвестиційний процес включає дії, спрямовані на зміну об'єкт інвестування, його розвиток або перехід у новий стан (явище), тобто відбувається процес капіталізації інвестицій.

- Рух інвестицій, у процесі якого вони послідовно проходять усі фази відтворення від моменту формування інвестиційної стратегії та мобілізації інвестиційних ресурсів до отримання доходу (ефекту) й відшкодування вкладених коштів, виступає як кругообіг інвестицій і становить *інвестиційний цикл*. Незалежно від виду інвестицій (реальних чи фінансових) цей рух має постійно повторюваний характер, оскільки дохід, що утворюється в результаті вкладання інвестиційних ресурсів в об'єкти підприємницької діяльності, щоразу розпадається на споживання і накопичення, яке є основою наступного інвестиційного циклу.

1.3. Макроекономічний аспект реалізації інвестиційного процесу

Т. В. Майорова

Активізація інвестиційної діяльності в Україні потребує серйозного розгляду теоретичних аспектів функціонування інвестиційного процесу на макрорівні. Це дасть змогу не лише глибше зрозуміти особливості сучасних тенденцій на інвестиційному ринку, а й слугуватиме поштовхом для подальших наукових досліджень складних явищ інвестиційної сфери суспільства.

Різні аспекти інвестиційної діяльності на макрорівні досліджують вітчизняні науковці: І. Бланк, Л. Борщ, Б. Губський, О. Дацій, М. Корецький, М. Лесечко, В. Мартиненко, А. Мертенс, Л. Нейкова, А. Пересада, І. Реверчук, Н. Титаренко, В. Федоренко. Однак урахуовуючи те, що інвестиційний процес — це динамічна система, яка перебуває у стані постійних змін під впливом внутрішніх і зовніш-

ніх економічних, політичних, соціальних та інших чинників, його весь час треба досліджувати і передусім задля виявлення характерних ознак, структури, шляхів та чинників активізації.

Хоча поняття «інвестиційний процес» має характерні ознаки (розд. 1.1, рис. 1.3), на макрорівні він тісно пов'язаний із іншими інвестиційними дефініціями; а саме: інвестиційний ринок, інвестиційна система, інвестиційне середовище, інвестиційний клімат, інвестиційна діяльність тощо. Ці поняття, попри певні відмінності, взаємодоповняють одна одну. При цьому, на нашу думку, головним залишається інвестиційний процес, бо саме він виступає на макрорівні як єдиний взаємопов'язаний рух інвестицій різних форм і рівнів.

Як видно з табл. 1.1 інвестиційний процес є основою «інвестиційної системи» та «інвестиційного середовища», однак реалізується через механізм інвестиційного ринку або ринку інвестиційних товарів. Тож основні чинники та складові інвестиційного процесу на макрорівні доцільно виокремлювати в царині ринкових відносин.

Таблиця 1.1

**ХАРАКТЕРИСТИКА ЗМІСТУ ПОНЯТЬ ОСНОВНИХ
ІНВЕСТИЦІЙНИХ КАТЕГОРІЙ**

Поняття	Визначення
Інвестиційний ринок	Сукупність економічних відносин, що складаються між продавцями та споживачами інвестиційних товарів, послуг та об'єктів інвестування в усіх його формах ¹
Інвестиційна система	Організація інвестиційних процесів, які реалізуються через інвестиційну діяльність суб'єктів господарювання та через економічні зв'язки між ними ²
Інвестиційне середовище	Сфера взаємодії суб'єктів інвестиційного процесу, умови якої формуються інтегративними соціальними, правовими, організаційними, економічними, фінансовими, екологічними, інституціональними, техніко-технологічними, інформаційно-інтелектуальними, духовно-моральними, національно-етнічними чинниками, функцією яких є постачання й утворення необхідних інвестиційних ресурсів, перетворення їх на інвестиційний потенціал, достатній для задоволення суспільних, колективних та індивідуальних потреб ³

¹ Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність — К.: Центр навчальної літератури, 2009. — С. 61.

² Калашников І. Інвестиційна система: воспроизводственный аспект // Економіст. — 2002. — № 9. — С. 29.

³ Мартиненко В. Ф. Формування інвестиційного середовища суспільного розвитку в Україні: методологічний аспект / В. Ф. Мартиненко // Стратегічні пріоритети. — 2010. — № 2 (15). — С. 115—123.

Поняття	Визначення
Інвестиційний клімат	Сукупність політичних, правових, економічних та соціальних умов, що забезпечують та сприяють інвестиційній діяльності вітчизняних та іноземних інвесторів ¹
Інвестиційна діяльність	Сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб та держави щодо реалізації інвестицій ²
Інвестиційний процес	Система економічних відносин (що постійно повторюються), яка включає сукупність взаємопов'язаних елементів однієї складної динамічної системи — інвестиційної сфери, яка перебуває у стані постійних змін під впливом багатьох внутрішніх і зовнішніх системотвірних чинників, спрямованих на перетворення інвестиційних ресурсів суб'єктів господарювання на нові дохідні активи — фінансові, реальні та людські ³

Найважливішим чинником впливу на інвестиційний процес є *співвідношення між споживанням та накопиченням* (рис. 1.10), яке впливає не лише на поточне, й на майбутнє споживання. Чим більше суспільство споживає сьогодні, тим менше воно накопичує, таким чином, має менший інвестиційний потенціал. Своєю чергою, чим нижчим є рівень інвестицій сьогодні, тим менше залишається можливостей для збільшення рівня споживання в майбутньому.

Іншим важливим чинником, що визначає рівень інвестиційного процесу, є *безпека вкладень*. Власники заощадження (потенційного джерела для формування інвестиційних ресурсів) вкладатимуть свої кошти навіть за найнижчої дохідності, але за умови, якщо будуть упевнені, що не втратять свого капіталу. І навпаки, якщо існують передумови втратити свій капітал, переважна частина накопичень не буде залучатися в інвестиційний процес.

Ще одним чинником впливу на інвестиційний процес (разом із чинником безпеки) є *рівень дохідності інвестицій*. Причому інвестори дуже часто визначають інтегральний ефект від інвестицій, який включає не лише фінансовий але й соціальний ефект.

¹Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом: монографія / А. А. Пересада. — К.: Лібра, 2002. — С. 33.

²Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18 вересня 1991 року № 1560-ХІІ.

³Авторське визначення.

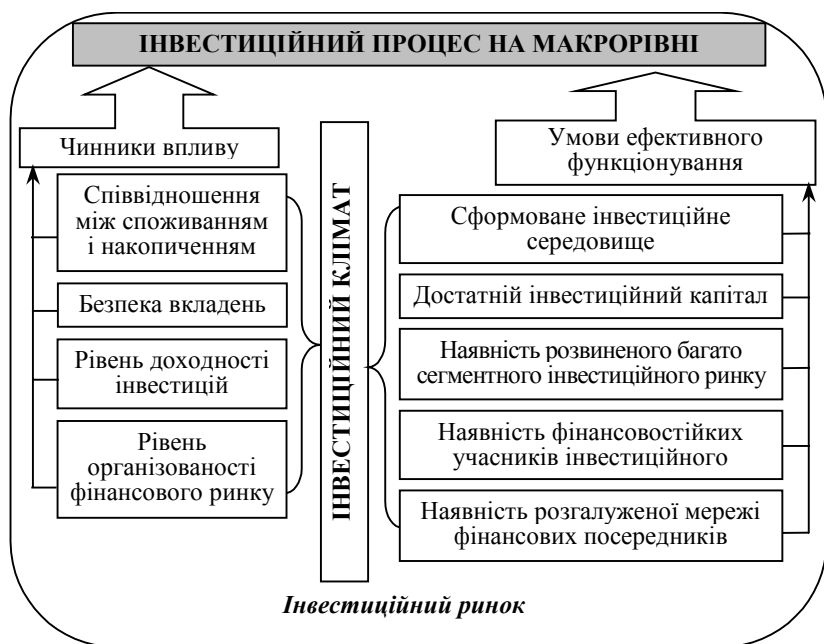


Рис. 1.10. Чинники впливу й умови ефективного функціонування інвестиційного процесу на макрорівні*

* Розроблено автором.

На рівень та інтенсивність інвестиційного процесу впливає також рівень *організованості фінансового ринку*. Оскільки головним джерелом формування інвестиційних ресурсів є заощадження населення, використати їх у реальному інвестуванні можна лише через механізми фінансового ринку. Аналогічно, тимчасово вільні фінансові ресурси підприємств можуть залучатися до інвестиційного процесу лише через фінансовий ринок.

Ефективне функціонування інвестиційного процесу на макрорівні передбачає також наявність низки умов, основними з яких є: сформоване інвестиційне середовище; існування конкурентоспроможних, фінансовостійких суб'єктів господарювання, здатних забезпечити інвестиційний процес у необхідних масштабах; достатній інвестиційний капітал із диверсифікованою за формами власності структурою, котра характеризується переважанням приватних ресурсів порівняно з державним; розподіл інвестиційного капіталу за об'єктами інвестування відповідно до економічним критеріїв оцінювання привабливості інвестицій через меха-

нізм інвестиційного ринку; багато суб'єктів інвестиційної діяльності в аспекті відносин власності й інституціональної організації, поділ функцій держави та приватних інвесторів в інвестиційному процесі; наявність розгалуженої мережі фінансових посередників, які сприяють реалізації інвестиційного попиту та пропозиції; наявність розвиненого багато сегментного інвестиційного ринку тощо.

Зміст інвестиційного процесу та його сутність визначається з огляду на прояв конкретних властивостей, які виявляються у здібностях: відображати організацію руху інвестиційного капіталу від інвестора до підприємця, що супроводжується зміною його форм; виражати дію інвестиційних ресурсів на відтворювальний процес; здійснювати накопичення ресурсів у грошовій формі та капітальній вартості, що забезпечують суспільне відтворення. Ці властивості інвестиційного процесу реалізуються через організаційну, регулювальну і контрольну функції.

Сутність інвестиційного процесу як особливості сфери відтворювальних відносин передусім виявляється через *організаційну функцію*. Через неї реалізується суспільне призначення — організація надання для кожного суб'єкта необхідних йому ресурсів для цілей інвестування. Об'єктами цієї функції інвестиційного процесу виступає частина національного багатства, що набула грошової форми. Саме за допомогою організаційної функції новостворена в суспільстві вартість (що оформилася як прибуток, амортизація, податки тощо) залучається знову до реального сектору економіки або до соціальної сфери. Завдяки цій функції відбуваються організація руху інвестиційних ресурсів через фондовий ринок, зміна авансованої форми на продуктивну форму, створюються сприятливіші умови для її приросту, що реалізується в якісному вдосконаленні ресурсів з натурально-речового боку. За допомогою організаційної функції відтворювальний процес підприємств обслуговується так, щоб він став ефективнішим, а відшкодування вартості спожитих засобів і утворення доходів у різних формах здійснювалося б у ритмі, що дозволяє підприємствам тримати свою виробничу сферу конкурентоспроможною.

Мета інвестиційного процесу досягається завдяки його здатності виражати відтворювальний процес, що реалізується, через *регулювальну функцію*. У результаті інвестиційні засоби розподіляються на розширення основного та обігового капіталів та відтворення робочої сили так, щоби підприємства були здатні відшкодовувати використовувані кошти у вартісній та натурально-речовій формах, і формувати доходи. Регулювальна функція, що

діє в тісному зв'язку з організаційною, дає підприємствам змогу формувати новостворювані та реконструйовані основні фонди, виробничого і невиробничого призначення, необхідні для задоволення потреб виробництва, що розвивається, і матеріального стимулювання працівників підприємств з метою запобігання матеріальним втратам, пов'язаним із господарськими ризиками, а також формування засобів для виробництва науково-технічної продукції.

Ефективність інвестиційного процесу демонструє те, як складаються пропорції коштів, готових до інвестування й освоєваних підприємствами, залучених і власних ресурсів, чи забезпечується заміщення спожитих основних фондів і чи дотримується безперервність відтворювального процесу або між його етапами існує невідповідність, що порушує безперервність і динамічність відтворення загалом. За рівнем ефективності можна кількісно оцінювати рух інвестиційних ресурсів на підприємствах залежно від їх залучення, придбання інвестиційних товарів, їх використання до повернення частини доходу інвесторові, що дає можливість систематично контролювати натуральні та вартісні пропорції в процесі виробництва і реалізації продукції.

Таким чином, об'єктивно властива інвестиційному процесі характеристика, закладена в його здатності відображати приріст і накопичення ресурсів, виявляється через *контрольну функцію*, в основі якої лежить рух капітальної вартості у фондовій і нефондовій формах. Оскільки інвестиційний процес обслуговує відтворювальну діяльність підприємств, організовує її і сприяє їй, то він виконує роль універсального контролера з боку як інвесторів, так і підприємств за виробництвом і реалізацією продукції, за поверненням коштів інвесторові.

Завдяки контрольній функції інвестиційного процесу, її «сигналам» суспільству відомо, чи забезпечене виробництво інвестиційними товарами, скільки необхідно кредитів, наскільки своєчасно надходять вони виробникам, якими є доходи кредиторів та акціонерів. Інструментом реалізації контрольної функції є інформація, відображена у фінансових показниках бухгалтерської, статистичної й оперативної звітності. Важливе значення має інформація фондових бірж, банківських документів, бізнес-планів. Усі ці показники є різновидом вартісних. Особливість їх полягає в тому, що вони синтетично (комплексно) відображають різні аспекти інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання, дають змогу побачити й оцінити її результати, вжити відповідних заходів з її поліпшення або своєчасного усунення прорахунків. Контрольна функція доповнює організаційну та регульовальну.

Як і на мікро- так і на макрорівні інвестиційний процес має кілька етапів, головними з яких є:

- 1) формування інвестиційного середовища (інвестиційного клімату);
- 2) формування інвестиційного капіталу;
- 3) використання інвестиційних ресурсів (процес інвестування);
- 4) створення нової капітальної вартості, здатної відшкодувати інвестиції та принести дохід усім учасникам інвестиційного процесу (рис. 1.11).

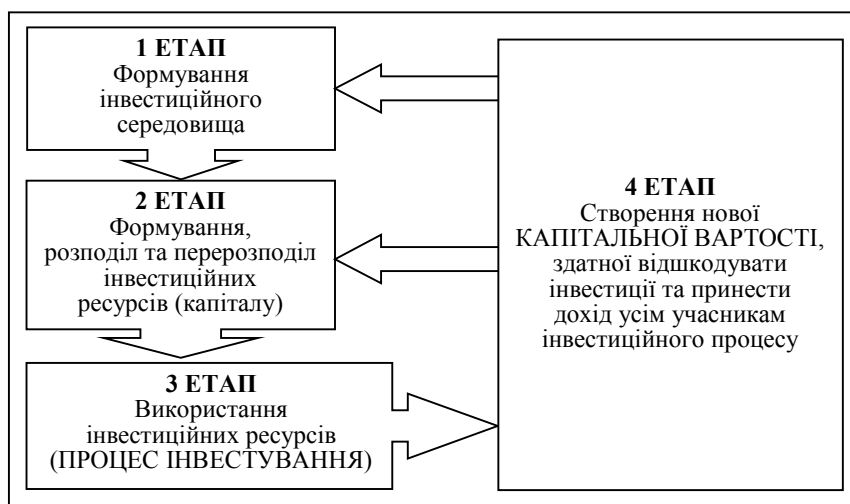


Рис. 1.11. Основні етапи інвестиційного процесу на макрорівні*

* Розроблено автором.

Найпершим етапом, а отже, передумовою реалізації інвестиційного процесу, на нашу думку, є *формування інвестиційного середовища*.

Деякі зарубіжні автори розглядають поняття «інвестиційне середовище» як правила торгівлі цінними паперами та рівень підготовки інвесторів, котрі мають орієнтуватися у джерелах інформації, що характеризують інструменти інвестування, та вміти розробляти стратегію інвестування, оцінювати норми прибутку і рівень ризику¹.

¹ Гитман Л. Дж. Основы инвестирования / Пер. с англ./ Л. Дж. Гитман, М. Д. Джон, К.— М.: Дело, 1999. — С. 34; Шарп У. Инвестиции / Пер. с англ./ У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. — М.: Инфра-М, 1999. — XII. — С. 2—16.

Проте, на нашу думку, найповнішу сутнісну характеристику дефініції «інвестиційне середовище» дав вітчизняний дослідник В. Мартиненко, який не лише виокремив властивості інвестиційного середовища та визначив роль господарських суб'єктів у забезпеченні оптимальної взаємодії господарських суб'єктів в інвестиційній діяльності суспільного розвитку, а й довів, що саме інвестиційне середовище системно характеризує інвестиційний процес. «Дослідження співвідношення цих категорій дасть можливість всебічно охопити умови діяльності всіх учасників інвестиційного процесу та визначити особливості їх впливу на результативність економічних реформ»¹. Крім того, автор розглядає інвестиційне середовище як єдине ціле з функціонально визначеними складовими, які в процесі взаємодії утворюють синергетичний результат — суму вхідних кількісних параметрів процесу вкладання капіталу, причому ці параметри можуть негативно або позитивно впливати на ефективність реалізації інвестиційного процесу.

На нашу думку, такими параметрами є чинники впливу й умови ефективного функціонування інвестиційного процесу, унаочнені нами на (рис. 1.10). Понад те, в сукупності вони формують інвестиційний клімат, який сприяє активізації інвестиційного процесу, або, навпаки його гальмує. (Детально напрями та особливості формування інвестиційного клімату в Україні ми розглянемо у наступному розділі).

Інвестиційне середовище характеризується низкою суб'єктів, які залежно від своїх функцій виконують певну роль у реалізації інвестиційного процесу, це інвестори, інвестиційні посередники та власники об'єктів інвестування (рис. 1.12).

Учасниками інвестиційного процесу можуть бути фізичні та юридичні особи, законодавча і виконавча влада, різні організації та установи, громадяни інших країн, міжнародні організації, держави тощо. Інвестиційний процес так чи інакше залучає всіх суб'єктів господарювання, в той чи інший час вони виступають або інвесторами, або самі залучають інвестиційні ресурси, або виконують роль інвестиційних посередників.

Наприклад, банк в інвестиційному процесі може виступати як: 1) *інвестор* (при формуванні інвестиційного портфеля); 2) *власник* об'єкта інвестування (продає власні цінні папери); 3) *інвестиційний посередник* (шукає для клієнтів банку об'єкти інвесту-

¹ Мартиненко В. Ф. Формування інвестиційного середовища суспільного розвитку в Україні: методологічний аспект / В. Ф. Мартиненко // Стратегічні пріоритети. — 2010. — № 2 (15). — С. 115—123.

вання; консультує з питань розроблення та реалізації інвестиційної стратегії, формування та управління інвестиційного портфеля; пропонує механізми та інструменти з хеджування інвестиційного ризику тощо.

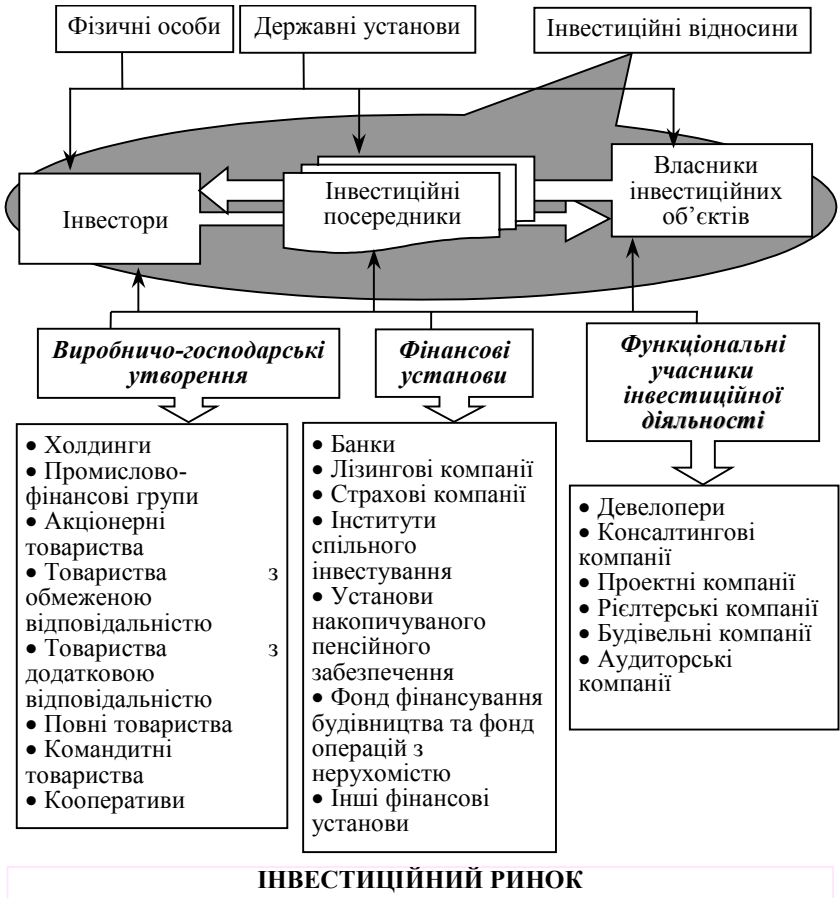


Рис. 1.12. Учасники інвестиційного процесу*

* Розроблено автором.

Зазвичай головним учасником інвестиційного процесу є *інвестор*, який приймає рішення щодо вкладання власних, позикових і залучених майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти інвестування. За своїм статусом інвестори можуть бути корпоратив-

ними, інституціональними та індивідуальними. Інвестором може бути і держава. Вона бере участь в інвестиційному процесі як прямо — через державний сектор економіки, так і побічно — через свої інституції: органи виконавчої влади та місцевого самоврядування. Держава здійснює свої функції як суб'єкт інвестиційної діяльності через *державну інвестиційну політику*, завданням якої є розвиток інвестиційної діяльності, спрямований на створення привабливого інвестиційного середовища та суттєвого нарощування обсягів інвестицій.

Усі інвестори на інвестиційному ринку виступають, з одного боку, як пропозиція інвестиційного капіталу, а з іншого — як попит на об'єкти інвестування. Важливим у цьому контексті є те, що інвестиційно-привабливі об'єкти трансформують потенційних інвесторів (які мають накопичення, але не використовують з метою інвестування) у конкретних суб'єктів інвестиційної діяльності. Крім того, саме об'єкт інвестування впливає на формування інвестиційного капіталу інвестора, визначаючи при цьому його ціну та структуру.

Іншим учасником інвестиційного процесу є *продавець інвестиційних товарів* (об'єктів інвестування). Інвестиційні товари неоднорідні та можуть існувати як у грошовій, так і в матеріально-речовій формі. Це може бути будь-яке майно, в тому числі основні фонди і обігові кошти в усіх галузях та сферах економіки, об'єкти соціальної сфери, цінні папери, цільові грошові вклади, науково-технічна продукція, інтелектуальні цінності, інші об'єкти власності, а також майнові права.

Цінності можуть трансформуватися в об'єкти інвестування лише за таких умов: мають інвестиційну вартість (вартість для конкретного інвестора); здатні приносити дохід (економічний або соціальний); можуть змінювати свою форму, перетворюючись при цьому на нові дохідні активи; сприяють захисту інвестиційного капіталу від інфляційних процесів; спроможні не втратити, а збільшити свою вартість із часом.

Основним чинником, який визначає масштаби функціонування інвестиційних товарів, є їх сукупна пропозиція, що породжує інвестиційний попит. Тобто виробництво інвестиційних товарів приносить доходи, які створюють попит відповідно до виробленої вартості. Однак тотожність інвестиційного попиту та пропозиції витримується лише у масштабах ринку загалом.

Якщо законодавча і виконавча влада забезпечують сприятливі умови, в яких усі суб'єкти можуть реалізувати свої інтереси —

отримати певний прибуток від вкладання капіталу в національне господарство, то вони виконують свої функції якісно, що сприяє економічному зростанню.

Кількість учасників в інвестиційному процесі постійно змінюється, змінюються також темпи і напрями інвестування. Найбільший вплив на нього справляє податкова, кредитна, грошова, валютна та інші складові фінансової політики. Він достатньо «ранимий», бо одразу реагує на всі політичні негаразди, рівень економічної й енергетичної безпеки держави, наявність «тіньових» структур, присутність іноземного капіталу в країні тощо.

Інвестиційний процес має тенденцію до стійкості. З одного боку, тільки стійкий суб'єкт господарювання має ресурси для поточного та майбутнього інвестування, а з іншого — лише стійкому суб'єктові господарювання власник (або розпорядник, трастовий керівник) довірить свій капітал. Стійкий суб'єкт інвестиційного процесу, як правило, здійснює свою діяльність у формі диверсифікованого (вертикально і горизонтально інтегрованого) виробництва, і через це володіє високою життєздатністю, динамічністю й ефективністю. Такий суб'єкт мало залежить від будь-якого спеціалізованого ринку або конкретного інвестиційного проекту. Маючи збитки в одному проекті або на якомусь окремому ринку, диверсифікований суб'єкт має можливість розширити свою участь в інших проектах, що дасть йому змогу компенсувати втрати і тим самим підстрахувати себе від можливих ризиків. Диверсифікований учасник інвестиційних відносин здатен уникнути антимонопольних санкцій. Крім того, у нього є можливість збільшувати масштаби вкладень у реальний сектор економіки, а отже і доходів. Разом із тим стійко функціонуючий суб'єкт інвестиційних відносин постійно бере участь в освоєнні нових виробництв, вкладає гроші в нові технології, виробництво нової техніки і нової продукції. Тим самим він стає активним провідником НТП, забезпечуючи стійке розширене відтворення.

Вплив інвестиційного середовища на реалізацію інвестиційного процесу віддзеркалюється на наступному етапі — *процесі формування, розподілу та перерозподілу інвестиційних ресурсів (капіталу)*. Якщо власники капіталів — фізичні особи, підприємства чи держава — не мають сприятливих умов для вкладання коштів в інвестиційні об'єкти, то вони вкладають свої кошти туди, де ці умови створено — інша країна чи тіньовий сектор економіки. Таким чином, інвестор через протидію несприятливим умовам інвестування захищає власні інтереси шляхом тінізації виробництва або відпливу капіталів за кордон.

Сформовані інвестиційні ресурси (капітал) перетворюються на інвестиційні витрати. У такий спосіб відбувається *процес інвестування*, який реалізується найчастіше у двох формах: фінансовій і реальній. Рух інвестиційних ресурсів у фінансовій формі здійснюється при вкладанні грошових коштів на депозитні вклади, в паї, акції, облігації та інші фінансові інструменти. У цьому випадку має місце переміщення титулів власності на основі засадах еквівалентного обміну, що дає право на отримання фінансового (фіктивного) доходу. При реальному інвестуванні, коли здійснюється вкладання інвестицій у створення нових капітальних благ, відбувається утворення нового капіталу або приріст капіталу до наявних капітальних благ. Іншими словами, відбувається приріст капітальної вартості, яка через виробництво і реалізацію товарів трансформується потім у додатковий дохід інвестора.

З огляду на зазначене можемо виокремити дві основні складові інвестиційного процесу — фінансову та виробничу: у фінансовій сфері рух вартості здійснюється в грошовій формі, а у виробничій — у формі капітальної вартості.

Проте специфіка інвестиційного процесу полягає в тому, що його не можна віднести а ні до фінансової, а ні до виробничої сфери економічної системи. Інвестиційний процес належить відтворенню в цілому, здійснює свій рух разом із відтворенням. Річ у тому, що інвестування — це не тільки рух грошей як інвестиційних ресурсів від одного суб'єкта до іншого, й обов'язкове використання їх як капітальної вартості.

Зміст процесу інвестування полягає в тому, що це довгострокове вкладання коштів власника грошей в основні фонди суб'єкта, який залучає інвестиції. Тому інвестування є послідовним проходженням інвестиційних ресурсів через грошове звернення, коли на фондовому і товарних ринках здійснюється обмін еквівалентами, і через виробництво у вигляді матеріальних потоків, коли вартість набуває форми продуктивного капіталу, здійснюється її приріст у процесі створення матеріальних благ. Без цього приросту не може реалізуватися а ні інтерес підприємця, а ні інтерес інвестора, а отже, — відбутися і сам процес інвестування.

У вигляді дивідендів інвестовані раніше кошти повертаються інвесторові, а прибуток, що залишився, збільшує власні ресурси підприємця.

Об'єктивно інтерес підприємця полягає в тому, щоб залучити грошові ресурси, а інтерес інвестора — отримати прибуток у ви-

гляді відсотка або дивідендів на акції. Таким чином, інвестиційний процес пронизаний багатосторонніми економічними відносинами між інвесторами і підприємцями з приводу руху капітальної вартості, що приносить дохід її власникові і користувачеві. У цьому випадку ми можемо стверджувати про наявність особливих *відносин* — інвестиційних між усіма учасниками інвестиційного процесу.

На нашу думку, *інвестиційні відносини* — це різновид або складова господарських (економічних) відносин, які виникають між інвестором та іншими учасниками інвестиційного процесу щодо підготовки, реалізації інвестицій та отримання певного соціально-економічного ефекту (в тому числі прибутку) з метою задоволення приватних інтересів учасників інвестування та публічних інтересів (суспільства, держави, територіальних громад тощо).

Основним *суб'єктом інвестиційних відносин* є інвестор. Окрім інвесторів суб'єктами інвестиційних відносин можуть виступати: виконавці — суб'єкти господарювання, що здійснюють практичні дії щодо реалізації інвестицій; банки та інші фінансові структури, що надають фінансові послуги; органи державного, регіонального, галузевого, міжгалузевого тощо господарського управління (міністерства і відомства, виконкоми місцевих рад, господарські об'єднання), які забезпечують управління або координацію інвестування; органи державного регулювання в сфері інвестиційної діяльності, у тому числі, Державне агентство з інвестицій та розвитку, Міністерство регіонального розвитку, будівництва і житлово-комунального господарства України — у сфері капітального будівництва, ДКЦПФР — на ринку цінних паперів, Міністерство економічного розвитку і торгівлі України — при створенні промислово-фінансових груп, Антимонопольний комітет — у сфері економічної конкуренції тощо.

Об'єкти інвестиційних відносин — це об'єкти господарської та інших видів суспільної діяльності, в які вкладаються інвестиції. Ними можуть бути: будівлі, споруди (основні фонди), статутний (спільний) капітал, виробництво, устаткування, обладнання, технології, об'єкти соціальної сфери, культури, довкілля та ін. За своїм змістом інвестиційні відносини — це взаємодія, поведінка (діяльність) учасників відносин, що ґрунтується на їхніх правах та обов'язках, які визначені: законодавством; наданими дозволами (ліцензіями); установчими документами зазначених осіб та укладеними між ними договорами; інвестиційним проектом тощо.

Через інвестиційні відносини виявляються суперечності між окремими суб'єктами і між цілими галузями і сферами. Так, нерациональний розподіл засобів між промисловістю і сільським господарством має своїм наслідком диспаритет цін на продукцію цих сфер і завершується або неможливістю розв'язування проблем оновлення техніки і технології в сільському господарстві, або проблемами реалізації готової продукції промисловості та невідшкодуванням витрат. І в тому, і в іншому випадку загострюються соціально-економічні негаразди в суспільстві. Одне слово, інвестиційні відносини належать відтворенню загалом, породжені ним і забезпечують його. Вартісні відносини опосередковані товарним відтворенням. Саме розширене відтворення з кругообігом матеріальних благ (товарообміном) породжує приріст капітальної вартості.

На реалізацію інвестиційних відносин впливає термін використання зовнішніх інвестиційних ресурсів, упродовж якого відбувається приріст капітальної вартості, спрямований на підвищення ефективності виробництва та повернення авансованого капіталу інвесторів. У перебігу цього руху вартість послідовно змінює кілька форм: грошового, авансового продуктивного та товарного капіталу.

З урахуванням сказаного головна мета інвестиційного процесу на макрорівні полягає у збільшенні основного капіталу, який використовується в процесі суспільного відтворення, і передусім — наявних виробничих потужностей. Якщо процес організований і діє заради досягнення своїй головної мети, тоді власники інвестиційного капіталу формують ефективний інвестиційний портфель, а користувачі трансформують залучені ресурси в капітальні вкладення і тим самим оновлюють всі фактори виробництва, отримуючи при цьому приріст капітальної вартості. Далі у процесі виробництва відбувається зміна продуктивної форми вартості на товарну. Через обмін виробник привласнює прибуток, а через сферу розподілу повертає її частину інвесторів у вигляді дивідендів. Таким чином, знову починається процес формування інвестиційних ресурсів, коли інвестор накопичує грошові кошти з отриманого доходу, а підприємець — із чистого прибутку та амортизаційних відрахувань.

Утім, попри провідну роль виробництва в інвестиційному процесі, перше місце посідає його фінансовий елемент. Це пов'язано із тим, що інвестування — це передусім фінансові відносини між суб'єктами господарювання з приводу залучення ресурсів, які реалізується у сфері обміну. Саме тут формується по-

пит на інвестиції й зароджується імпульс руху інвестиційного процесу, формується його фінансовий початок. Разом із тим, сам факт існування інвестиційного процесу зумовлений наявністю виробництва, його потребами в додаткових грошових коштах і його можливостями створення не лише їхнього еквіваленту, а й надлишку. Отже, обидва відокремлені елементи інвестиційного процесу спрямовані на виконання одного головного завдання — забезпечення ефективного суспільного відтворення.

Через названі елементи реалізується мета інвестиційного процесу: забезпечити формування інвестиційних потоків у фінансовій сфері та просування їх у виробничу сферу із перетворенням їх на матеріальні потоки. Відповідно до цього призначення інвестиційний процес не тільки здатен забезпечити відтворювальний процес, а й підвищити його ефективність і при цьому виступати показником ефективності здійснюваних соціально-економічних змін.

Крім того, в інвестиційного процесу є й інше призначення. Він здатен виступати таким, що управляє відтворенням. Якщо допустити, що процес інвестування загальмував, а виробники можуть розвивати свою справу лише за рахунок власних накопичень, тоді реальність економічного життя стане іншою: впровадження нових технологій, що з'явилися, чекатиме своєї черги, ціна позикового капіталу, найімовірніше, зростатиме, а процес розвитку вповільниться і подорожчає. Можливість вільного залучення додаткових коштів на фондовому або кредитному ринках дозволяє збільшувати ресурси та перетворювати їх на активи і пасиви, нарощувати інтелектуальні і технологічні зусилля розвитку відтворення. Фінансова і виробнича складові інвестиційного процесу тісно взаємодіють між собою, стимулюють одна одну, обмінюються інформацією. В результаті інвестиційний процес набуває визначеності й внутрішнього порядку, стає структурно організованим.

Слід зазначити, що в розвитку сучасного інвестиційного процесу сформувалися нові тенденції, які почали справляти істотний вплив на формування зовнішнього стосовно до національних економік середовища, активно впливати на розвиток національних інвестиційних процесів.

Серед таких тенденцій найважливішими є: концентрація інвестиційних потоків на основних напрямках світового технологічного розвитку; зростання інноваційного характеру капіталу, що зумовлює структуру споживання інвестицій; зростання вкладень у людський капітал; посилення ліквідаційної функції інвестицій тощо.

У зв'язку з цим з особливою гостротою й актуальністю повстає питання щодо нової структури інвестиційного процесу, яка має не дві — фінансову та виробничу, а три складові — фінансову, виробничу та соціальну сфери, де в останній об'єктом інвестування виступає людський капітал. Дедалі виразнішим стає розуміння того, що економіка існує для людини, а не людина для економіки. Невпинний приріст національного багатства забезпечується лише за рахунок використання людського капіталу.

Пріоритетне значення людського капіталу як головна продуктивна сила стосовно речового капіталу пояснюється його постійним примноженням і незношенням у процесі використання (знання, теорії, ідеї, проекти тощо) на відміну від позбавленого таких якостей речового (фізичного) капіталу.

На наш погляд, *соціальні інвестиції* — це вкладання коштів у суспільні, матеріальні й духовні умови існування та діяльності людини заради людського розвитку і зменшення бідності. У широкому розумінні — це вкладання інвесторів у людину, державу, суспільство, соціальні спільноти й інститути, політичні партії, громадські організації, асоціації прав громадян, трудові колективи тощо. У вузькому розумінні — це процес інвестування в людський капітал, який у системі суспільного виробництва й економічних відносин посідає центральне місце, оскільки визначає цілі та напрями розвитку виробництва й організує його.

Саме таке трактування дає нам можливість обґрунтувати мету, мотивацію, завдання та пріоритети соціальних інвестицій (рис. 1.13).

Вкладання інвестицій у соціальний розвиток передусім передбачає інвестиції у соціальну сферу, що являє собою сукупність усіх галузей життєдіяльності суспільства, взаємопов'язаних з державними і недержавними установами, організаціями і підприємствами, які забезпечують загальний рівень життя громадян і сприяють зростанню їхнього добробуту.

Інвестування соціальної сфери забезпечує ефективні умови розв'язання найгостріших питань суспільного життя: працевлаштування громадян та їхнього професійну підготовку і перепідготовку; надання всім членам суспільства загальноовизначених освітніх стандартів і послуг у сфері охорони здоров'я; проведення заходів щодо соціальної адаптації молоді, соціального захисту населення тощо.

Така форма інвестицій, як соціальна може здійснюватися і в межах інституціональних структур, і на самодіяльних засадах. Головне у соціальних інвестиціях — не благодійність, а створен-

ня необмежених можливостей для людей працювати і заробляти на підставі повноцінного оцінювання їхньої праці.

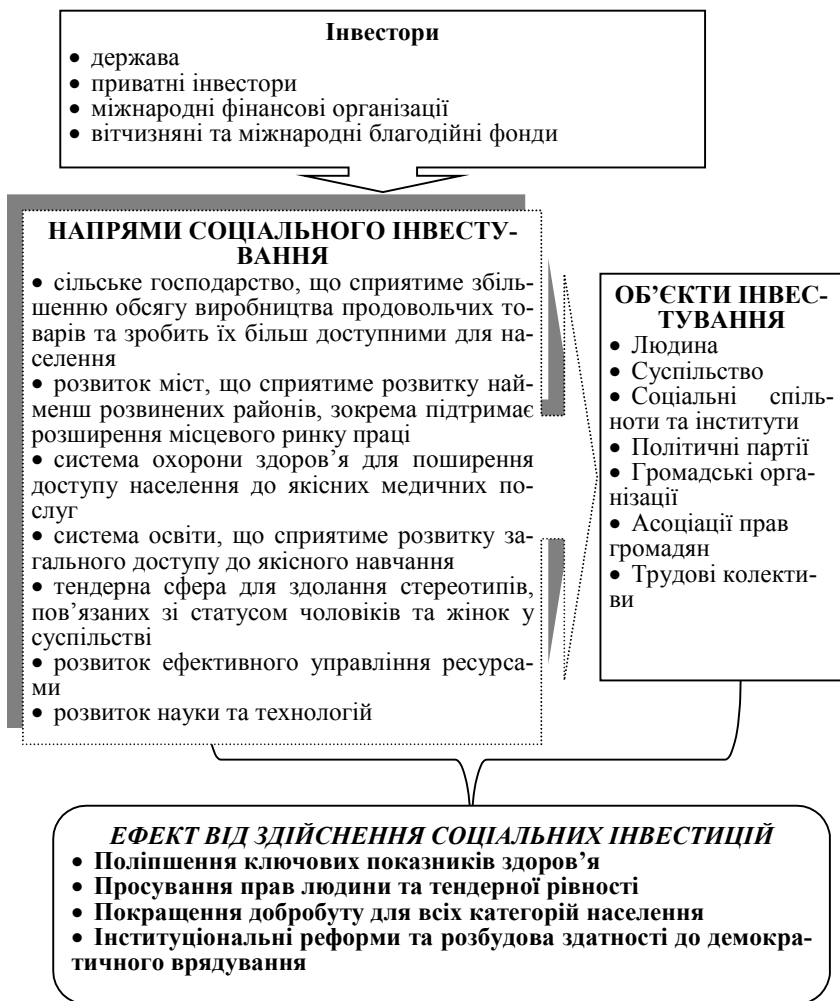


Рис. 1.13. Напрями та результат соціальних інвестицій*

* Розроблено автором.

Найчастіше соціальні інвестиції здійснюють через реалізацію соціальних проектів, спрямованих на розвиток галузей освіти,

культури, видавничої й інформаційної сфер, охорону здоров'я тощо. Крім того, такі проекти сприяють досягненню прозорості і відкритості законодавства й управління державою, створенню реальних умов для забезпечення впливу громадськості на державну політику, розвитку й зміцненню незалежних засобів масової інформації, становленню громадянського суспільства, інтеграції громад національних меншин, забезпеченню міжнаціонального миру і толерантності.

Підсумовуючи, можемо сформулювати такі висновки. Фінансова, виробнича та соціальна складові інвестиційного процесу через наявність внутрішніх взаємодій між учасниками інвестиційного процесу, що реалізують свої інтереси через стійкі зв'язки за рівноважного співвідношення пропонованих інвестиційних ресурсів на інвестиційному ринку і можливостей їх освоєння в реальному виробництві та в соціальній сфері з метою розширення і забезпечення зростання суспільства країни, визначають єдність інвестиційного процесу. Крім того, інвестиційний процес на макrorівні визначається стійкістю, яку можна схарактеризувати як наявність взаємозумовленого й узгодженого руху інвестиційних ресурсів через фінансову, виробничу і соціальну сфери із позитивним ефектом для інвесторів та інших учасників інвестиційного процесу. Такий рух забезпечує стабільний розвиток партнерів з інвестиційної діяльності зі встановленням якісно нової пропорційності макроекономічної рівноваги.

1.4. Вплив інвестиційного процесу на економічний розвиток країни

Т. В. Майорова

Активізація інвестиційного процесу завжди є ключовою ланкою економічної політики будь-якої країни. Без інвестиційних вкладень неможливо подолати загальноекономічну кризу та вийти на рубежі економічного зростання, забезпечити приріст соціального ефекту та збалансованість макроструктури, підвищення оплати праці до рівня стимулювання її високої продуктивності та ринкової платоспроможності, що є могутнім каталізатором загальноекономічного піднесення та прогресивних зрушень.

У цьому контексті зазначимо, що проблеми ролі та місця інвестицій в економічному зростанні завжди були і є сьогодні одним із головних об'єктів дослідження серед науковців. Так,

уперше про основні чинники економічного зростання — накопичення та інвестиції заговорили меркантилісти, які негативно ставилися до «паразитичного» споживання, а більш предметно цю проблему порушив фізіократ Ф. Кене, який у своїх працях «Економічна таблиця» (1758) та «Загальні принципи економічної політики держави» (1758) зазначав, що інвестиції, насамперед у сільське господарство, є головною умовою збагачення суспільства.

Далі дослідження продовжив А. Сміт у праці «Дослідження природи та причин багатства народів» (1784)¹, де він пов'язує економічне зростання зі зростанням доходу та нагромадженням капіталу. На відміну від А. Сміта Д. Рікардо у своїх «Началах політичної економії та оподаткування»² пішов ще далі — обґрунтувавши роль розподілу як одного із чинників економічного зростання. До речі, більшість економістів XVIII—XX ст. розглядали сутність інвестиційного процесу лише в контексті його впливу на економічний розвиток суспільства.

На особливу увагу заслуговують дослідження Дж. Кейнса, на думку якого саме інвестиції, а не заощадження ведуть до зміни доходу, причому збільшення останнього надалі сприяє розширенню виробництва. Він писав: «Існує закон, згідно з яким розширення зайнятості, безпосередньо пов'язане з інвестиціями, неминуче має справити стимулювальний вплив і на ті галузі, що виробляють стимулювальні блага»³. Крім того, Дж. Кейнс формулює правило, яке стало відомим під назвою «інвестиційний мультиплікатор Кейнса»: *будь-який новий приріст інвестицій автоматично забезпечує приріст сукупних доходів, що в них частка заощаджень зростає переважаючими темпами стосовно частки, котра споживається, а отже, забезпечується основа майбутніх інвестицій*⁴.

Застосування інвестиційного мультиплікатора в контексті взаємозв'язку інвестиційного процесу та економічного зростання виявляє дуже важливий феномен, який полягає в тому, що первинне вкладання капіталу створює тенденцію до збільшення загального доходу на суму, що перевищує розмір його розподілу, пов'язаного з витратами на споживання.

¹ Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. Кн. I—III. — М.: Наука, 1993.

² Рикардо Д. Сочинения. — Т. 1. — М.: Наука, 1955.

³ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег // Антология экономической классики. — Т. 2. — С. 229.

⁴ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. — С. 227.

Зв'язок між приростом інвестицій і приростом обсягу національного доходу існує як визначене економічно доцільне співвідношення, що називається ефектом мультиплікатора. Воно ґрунтоване на тому, що кожні витрати на інвестиції перетворюються на первинні, потім вторинні і так далі доходи. Сам мультиплікатор (k) — це числовий коефіцієнт, що показує розміри зростання національного виробництва при збільшенні обсягу інвестицій, тобто коли відбувається приріст загальної суми інвестицій, дохід збільшується на суму, котра в k разів перевищує приріст інвестицій.

Причина цього явища, на думку Дж. Кейнса, полягає у «психологічному законі», який означає таке: мірою того, як реальний дохід зростає, суспільство бажає споживати його частину, яка постійно зменшується. У процесі цих досліджень Дж. М. Кейнс увів у науковий арсенал поняття граничної схильності до споживання і збереження, схильність до інвестування, преферентність віддання над ліквідності тощо. Однією з умов стимулювання інвестиційної активності він вважав формування ефективного попиту, в якому окремив два різновиди: споживчий та інвестиційний.

Загалом, кейнсіанська теорія доводить, що зростання заощаджень в економічному сенсі означає переорієнтацію коштів із купівлі предметів споживання на інвестиційні товари (інвестиції). Рівність заощаджень та інвестицій — це одна з обов'язкових умов сталого економічного зростання. За умови перевищення заощаджень над інвестиціями фактори виробництва використовуються не повністю. Коли ж інвестиційний попит випереджає розміри заощаджень, може наставати «перегрів економіки», зростати інфляція тощо.

Таким чином, унаслідок мультиплікаційної дії на національний обсяг виробництва саме інвестиції вважаються в макроекономіці найактивнішим елементом сукупного попиту, що впливає на збалансованість економіки. Разом із тим необхідно зазначити, що програма Кейнса зводилася до досягнення економічного зростання лише за рахунок повного використання наявних інвестиційних ресурсів.

Науковий інтерес до проблем економічного зростання особливо посилився серед представників неокласичної школи у 50-х рр. ХХ ст. О. Домарам, Р. Харродам, Е. Хансенам, Дж. Робинсонам, С. Харрисам, Дж. Хіksam та ін. Економісти вдалися до уточнення й конкретизації кейнсіанських положень щодо цієї проблеми та розробити відповідних моделей економічного зростання. Однією з таких теорій була теорія зростання на основі системи «мульти-

плікатор-акселератор», яку можна подати ланцюжком перетворень:

$$\Delta I \rightarrow \Delta \text{НД} \rightarrow \Delta I', \quad (1.1)$$

де ΔI — первинний приріст обсягу інвестицій; $\Delta \text{НД}$ — приріст обсягу національного доходу внаслідок приросту інвестицій; $\Delta I'$ — подальший приріст інвестицій, зумовлений приростом національного доходу.

Такі моделі створювали з метою пошуку оптимального співвідношення між факторами виробництва, визначення умов, які забезпечують бажані темпи та стабільність економічного розвитку, дослідження найважливіших пропорцій, у тому числі між нагромадженням і споживанням та інвестиціями.

Варто зауважити, що професор Оксфордського університету Рой Харрод (1900—1978) — близький друг і послідовник Дж. Кейса, удосконалив статичну кейнсіанську модель економічного зростання в динамічну та визначив, що вона складається із двох секторів: 1) інвестиційні блага; 2) споживчі блага. Англійський економіст обґрунтував, що економічне зростання характеризується трьома показниками: робоча сила, випуск продукції або дохід на душу населення та розміри наявного капіталу.

Для динамізації цієї моделі Р. Харрод запровадив так званий *капітальний коефіцієнт*:

$$Q = \frac{1}{S} \times I, \quad (1.2)$$

де Q — маса національного доходу (виготовленої продукції); I — інвестиції; S — частка заощаджень у національному доході¹.

Рівняння Харрода, що є найбільш узагальненою неокейнсіанською формулою економічного зростання, показує, що темп економічного зростання є прямо пропорційним коефіцієнту заощаджень (інвестицій) та обернено пропорційним коефіцієнту капіталомісткості. Для забезпечення стабільності темпів зростання виробництва за повної зайнятості, на думку Харрода, частка доходу, що інвестується, має дорівнювати частці, що заощаджується.

¹ Ложникова А. В. Инвестиционные механизмы в реальной экономике: [монография] / А. Ложникова. — М.: МЗ-Пресс, 2001. — С. 7.

Аналогічну думку висловлював американський економіст Овсій Домар. Він вважав, що інвестиції є необхідною умовою зростання на тій підставі, що збільшення потужностей виробничого апарату забезпечується інвестиціями — «виробничий ефект». Але цього недостатньо, бо для перетворення можливості виробництва на реальність необхідним є ефективний попит, який формується переважно тими самими інвестиціями за допомогою «дохідного ефекту», причому тут інвестиції відіграють роль стимуляторів подальшим інвестицій.

Формула економічного зростання Донара відображає ті самі закономірності, що й рівняння Харрода, тому в економічній літературі вона дістала назву «*Модель Харрода—Домара*» і має вигляд:

$$G = S/C, \quad (1.3)$$

де G — темп економічного зростання; S — частка заощаджень у національному доході; C — відношення капіталу до національного доходу (випуску продукції), тобто коефіцієнт капіталомісткості.

Таким чином, знаючи основні економічні параметри (національний капітал, національний дохід та їх співвідношення, розміри чистих заощаджень та інвестицій), можна прогнозувати приблизні темпи зростання економіки на перспективу. Проте реальні темпи можуть відрізнятись від обчисленого середнього показника, оскільки вони ще залежать від структури інвестицій, використання технічних досягнень, фази економічного циклу та інших змінних чинників, які впливають на економічну кон'юнктуру.

О. Домар і Р. Харрод єдині в переконаннях стосовно дієвої ролі інвестицій у забезпеченні зростання доходу, збільшенні виробничих потужностей, бо вважають, що зростання доходу сприяє збільшенню зайнятості, яка, своєю чергою, запобігає виникненню недовантаження підприємств і безробіттю. Численні дослідження, проведені представниками неокейнсіанської школи, дали підстави запропонувати систему заходів прямого і непрямого регулювання розвитку як економіки країни в цілому, так і її інвестиційної сфери. Це заходи бюджетно-податкової і грошово-кредитної політики, прискорена амортизація. У рамках цієї системи було відокремлено так звані «вбудовані стабілізатори», які поділяються на автоматичні, дискретні, інституціональні: норма відсотка, податки, мультиплікатор-

акселератор, правові норми тощо. За допомогою математичного апарату вони визначили вплив інвестиційної складової на перебіг технічного прогресу, зростання продуктивності праці, розвиток інфраструктури і створення соціально-зорієнтованої ринкової економіки.

Модель Харрода—Домара слугує допоміжним інструментом у розв'язанні проблем економічного зростання в довгостроковому періоді, допомагає виявити характер взаємозв'язків у динаміці та проілюструвати їх. Сьогодні в сучасній економічній теорії ця модель має назву *однофакторної моделі економічного зростання*.

Утім, роль інвестицій визначено і в інших моделях економічного зростання.

Так, на основі виробничої функції американський економіст П. Дуглас і математик Х. Кобб побудували *двофакторну модель зростання економіки*, продемонстрували пряму залежність між обсягом (результатом) виробництва і величиною виробничих витрат, яка виражається формулою:

$$Q = F(L, K), \quad (1.4)$$

де Q — обсяг виготовленої продукції (національного доходу); L — сукупні витрати праці; K — вкладений інвестиційний капітал.

Згідно з цією формулою, при збільшенні витрат праці і капіталу на x % обсяг продукції (національного доходу) також зросте на x %.

У подальшому було запропоновано інші багатофакторні моделі, побудовані на обґрунтовані рівняння попиту і пропозиції та на динамічному їх збалансуванні, де останнє визначається динамікою капітальних вкладень, які утворюють нові потужності та нові доходи. Сутність багатьох із цих моделей зводиться до того, що інвестиції мають передбачати динаміку споживчого попиту. А оскільки економічна рівновага за такої концепції дуже нестійка, є необхідність в державному втручанні в інвестиційний процес через ефективну систему фінансово-кредитних важелів та інструментів.

На особливу увагу заслуговують сучасні дослідження ролі інвестицій в економічному зростанні суспільства, передусім за умов економічної нестабільності. На нашу думку, доцільно назвати праці науковців Національної академії наук України, Національного інституту стратегічних досліджень, Ради з вивчення продуктивних сил України, Інституту трансформації суспільства,

серед яких: А. Гальчинський, В. Геєць, А. Даниленко, Б. Данилишин, О. Дацій, Я. Жаліло, М. Корецький, Ю. Пахомов, О. Соскін, А. Чухно та ін.¹

Сучасні вітчизняні науковці не лише підтверджують тісний взаємозв'язок між макроекономічними показниками та інвестиціями, а й пропонують дієві заходи, джерела, інструменти та важелі формування сприятливих умов для започаткування за рахунок інвестиційних вкладень сталих тенденцій економічного зростання України за умов глобалізації, фінансово-економічної, політичної та соціальної нестабільності

Вважаємо, що дослідження варто продовжувати, насамперед, у плані обґрунтування основних напрямів активізації інвестиційного процесу, спрямованих на модернізацію реального сектору економіки та забезпечення сталого економічного розвитку країни.

У національній економіці постійно відбуваються кількісні та якісні зміни, що стосується всіх її сфер — виробництва, розподілу, обміну та споживання. Вирішальними при цьому є зміни у виробництві. Виробництво незалежно від суспільної форми має бути безперервним, тобто періодично проходити одні й ті самі стадії. Подібно до того, як суспільство не може перестати споживати, так не може воно і перестати виробляти. Безперервне виробництво матеріальних благ і послуг, або економічне відтворення як у рамках окремих підприємств і домогосподарств, галузей і регіонів, так і в масштабі всієї країни, є об'єктивним підґрунтям існування людського суспільства.

Процес відтворення національної економіки відбувається у замкнутому колі господарського (економічного) кругообігу (потоків ресурсів, витрат, продукту і доходів між суб'єктами економіки). Принагідно наголосимо, що саме інвестиції не дають цьому кругообігу зупинитися. Щоб суспільне виробництво повторювалося безперебійно, необхідно здійснювати інвестиційні вкладання у відтворювання всіх факторів і умов виробництва: робочої сили, капіталу, природних ресурсів і підприємницьких

¹ Економіка України на шляху від депресії до зростання: джерела, важелі, інструменти / Я. А. Жаліло, Д. С. Покришка, Я. В. Белінська [та ін.] — К.: НІСД, 2010. — 96 с.; Жаліло Я. А. Теорія та практика формування ефективної економічної стратегії держави: [монографія]. — К.: НІСД, 2009. — 336 с.; Данилишин Б. М. Інвестиційна політика в Україні: [монографія] / Б. М. Данилишин, М. Х. Корецький, І. О. Дацій — Донецьк: Юго-Восток, Лтд, 2006. — С. 145; Пахомов Ю. Основные задачи формирования посткризисной модели развития экономики Украины // Економічний часопис — XXI. — 2010. — № 1—2. — С. 3—6; Соскін О. Структурування економіки і модель економічного розвитку: анатомія взаємозв'язку // Інвестиції: практика та досвід. — 2010. — № 22. — С. 16—21.

здібностей. Це, своєю чергою, приведе до відновлення економічних відносин, яке полягає в повторенні відносин власності (відновленні форм власності), а також поділу, кооперації, комбінування праці, спеціалізації концентрації, централізації, організації виробництва та обміну.

Отже, інвестиції сприятимуть відновленню не лише продуктивних сил і економічних відносин, а й відновленню всієї економічної системи (рис. 1.14). Крім того, доведено, що в суспільному відтворенні тільки завдяки інвестиціям з'являються нові якісні елементи, відсутні на рівні первинних підприємств.

Разом із тим відтворені складові економічної системи безпосередньо впливають на активізацію інвестиційного процесу, визначаючи при цьому обсяги інвестиційного потенціалу суспільства та об'єкти інвестиційних вкладень.

Якщо у процесі відтворення відбувається зростання обсягу національного продукту на ґрунті збільшення кількості застосованих факторів виробництва або зростання ефективності їх використання, має місце **економічне зростання**.

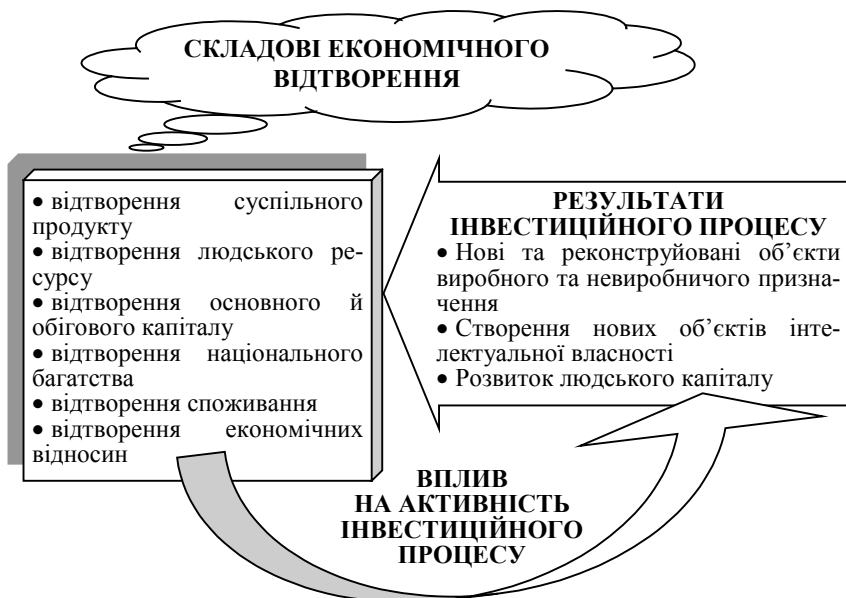


Рис. 1.14. Взаємозв'язок складових економічного відтворення із результатами інвестиційного процесу*

* Розроблено автором.

Економічне зростання — це розширене відтворення суспільного виробництва і національного продукту. Воно дає можливість забезпечувати потреби людей і суспільства, що постійно зростають, вирішуючи болючі економічні і соціальні проблеми, зокрема проблему обмеженості виробничих ресурсів.

Характерною ознакою економічного зростання є те, що воно передбачає розширене відтворення виробництва, тобто повторення виробництва з року в рік у невпинно зростаючих масштабах на основі виробничого нагромадження, що виникає як різниця між інвестиціями (насамперед реальними) і заміщенням вибуття засобів праці. Саме завдяки нагромадженню зростає обсяг продуктивного капіталу (за рахунок чистих інвестицій), у результаті чого із кожним новим циклом утворення зростає обсяг національного продукту і добробут народу.

Проте буває і просте відтворення, коли обсяги виробленого продукту та факторів виробництва поповнюються в незмінних масштабах. При цьому нагромадження відсутнє, тому фонд нагромадження не утворюється; просте відтворення забезпечується фондами заміщення (відновлює незмінний обсяг капіталу і природних ресурсів) і споживання (відновлює незмінний обсяг праці і підприємницьких здібностей, а також забезпечує споживання непрацездатних).

Значне скорочення інвестиційних вкладень, або неефективне та нецільове використання їх може призвести до звуження суспільного відтворення, коли виробництво із кожним роком скорочується. За зменшеного обсягу виробництва та споживання використовується і частина фонду заміщення як потенціал для майбутніх інвестиційних вкладень. Це підриває речову основу виробництва, веде до регресивного відтворення факторів виробництва, а відтак — і суспільного продукту. Суспільство поступово «проїдає» свій капітал, що призводить до скорочення ресурсів для майбутнього відтворення продуктивних сил країни.

До речі, слушним є висновок професора А. Г. Савченка¹, що назагал роль інвестицій в економічному зростанні країни виявляється у двох напрямках.

Перший напрям пов'язаний із сукупним попитом. Коли зростають інвестиції, то в короткостроковому періоді збільшується попит на інвестиційні товари. Він збільшується за умови, що обсяг інвестицій в наступному періоді (I_t) збільшується порівняно із

¹ Савченко А. Г. Макроекономіка: [Підручник] / А. Г. Савченко. — К.: КНЕУ, 2005. — С. 183.

попереднім періодом (I_{t-1}). Наприклад, якщо в попередньому періоді інвестиції становили (I_t), а в наступному (I_{t-1}), то різниця між ними відображає приріст інвестицій у періоді t порівняно з періодом $(t-1)$, тобто $\Delta I_t = I_t - I_{t-1}$.

Приріст інвестицій — це приріст попиту на інвестиційні товари, який є компонентом сукупного попиту. У зв'язку з цим збільшення інвестиційного попиту за інших незмінних умов викликає зростання сукупного попиту та обсягів виробництва, тобто ВВП. Отже, першим результатом зростання інвестицій є збільшення сукупного попиту і ВВП у короткостроковому періоді.

Другий напрям впливу інвестицій на економіку пов'язаний з утворенням капіталу. Нагадаємо, що інвестиції — це потік, а капітал — запас. Тому кожна одиниця інвестицій, тобто потоку, збільшує капітал, тобто запас. Але це не означає, що обсяг капіталу стає більшим на величину інвестицій. Слід урахувати, що наявний капітал постійно зношується в процесі виробництва і потребує відновлювальних інвестицій. Це означає, що обсяг капіталу формується під впливом двох протилежних сил: інвестування, яке збільшує обсяг капіталу, і зношення (амортизації), яке зменшує обсяг капіталу.

Розглядаючи зв'язок між інвестиціями та обсягом капіталу, слід зважати на відмінність чистих і валових інвестицій. До чистих інвестицій відносяться такі витрати, які спрямовуються лише на створення нового, тобто додаткового капіталу (будівництво заводу або цеху, житла, шляхів, придбання додаткових машин, устаткування тощо). Валові інвестиції охоплюють як створення нового капіталу, так і заміну зношеного капіталу новими капітальними засобами. Виходячи з цього валові інвестиції можна визначити за такою формулою:

$$I_t = NI_t + d \times K_t, \quad (1.5)$$

де I_t , N_t — відповідно валові та чисті інвестиції за період t ; d — норма амортизації, яка відображає ту частку, на яку щорічно зношується капітал, K_t — середня вартість капіталу за період t , $d \times K_t$ — вартість амортизованого капіталу, тобто зношеного в процесі виробництва за період t .

Із рівняння (1.1) видно, що чисті інвестиції — це така частина валових інвестицій, яка відображає їхнє перевищення порівняно з вартістю зношеного капіталу. Тому, спираючись на це рівняння, чисті інвестиції можна визначати за формулою:

$$NI_t = I_t - d \times K_t. \quad (1.6)$$

Свою чергою, перевищення валових інвестицій над вартістю амортизованого капіталу дорівнює створенню нового капіталу, тобто визначає приріст капіталу. Отже, приріст капіталу залежить не від валових, а від чистих інвестицій:

$$\Delta K_t = NI_t = I_t - d \times K_t. \quad (1.7)$$

Якщо до обсягів капіталу на кінець попереднього періоду (або на початок наступного періоду) додати приріст капіталу (чисті інвестиції) в наступному періоді, то можна визначити обсяг капіталу на кінець наступного періоду:

$$K_t = K_{t-1} + (I_t - d \times K_t). \quad (1.8)$$

Приріст капіталу збільшує виробничі потужності економіки, тобто довгострокову сукупну пропозицію, яка дорівнює потенційному ВВП. Але при цьому слід наголосити, що вплив приросту капіталу на збільшення потенційного ВВП відбувається не у співвідношенні 1:1, а згідно з граничною продуктивністю капіталу (граничним продуктом капіталу).

Далі вплив інвестиційних процесів на економічний розвиток спробуємо дослідити шляхом кореляційного аналізу (лат. *correlatio* — співвідношення) — сукупності методів знаходження кореляційної залежності між двома чи кількома випадковими змінними, ґрунтованих на математичній теорії кореляції та регресії. Дві випадкові величини названі кореляційно пов'язаними, якщо математичне сподівання однієї з них змінюється залежно від зміни другої. Кореляційний аналіз базується на статистичних даних, включає такі основні практичні прийоми: побудова кореляційного поля і складання кореляційної таблиці¹.

Статистичний аналіз складових ВВП як основного чинника економічного зростання, має на меті демонстрацію роль первинних чинників на зростання ВВП. Ідея в тому, що зі зростанням первинних чинників буде відбуватиметься також зростання вторинних, проте останні зазнаватимуть коливань, пов'язаних із кон'юктурою ринку і в разі значної вибірки будуть показувати більш незалежну динаміку. Найсталіші чинники залишатимуться більш стабільними стосовно до динаміки змін основного показника.

¹ Українська радянська енциклопедія: У 12-ти т. — 2-е вид. — К.: Головна редакція Української радянської енциклопедії.

Проблему добору даних вирішено так. Абсолютні показники чинників зростання ВВП (основні галузі та сфери діяльності) не є вирішальними, оскільки мають тенденцію до зростання і падіння разом з макроекономічними циклами. Зокрема, результати показали значну залежність між ними та кінцевим показником (понад 0,7) у 10 із 15 чинників. Оскільки такі дані мають досить значну залежність, аналіз динаміки змін може бути адекватним тільки у розрізі аналізу проходження багатьох циклів, що не можна здійснити ані в рамках відсутності достатньо давньої статистичної бази, ані у рамках зміни впливу окремого чинника, пов'язаного з науково-технічним прогресом.

Для аналізу було використано квартальні дані чинників впливу на ВВП основних сфер економіки (табл. 1.2), що надало достатню базу даних для аналізу. Проте аналіз часових рядів, які є меншими за рік, мають деякі особливості. Зокрема, при використанні абсолютних величин приросту або відносних величин стосовно до попереднього періоду починають діяти сезонні коливання, що дасть залежність найбільших або найменших сезонних чинників, а не динаміку впливу.

Таким чином, аналіз проводили як відносне зростання, де базою виступав відповідний квартал попереднього року. У такий спосіб це ми не тільки збільшуємо статистичну базу, й аналізуємо зростання аналогічних показників у 4-х варіаціях (по одному на квартал), що дає адекватніші дані.

Таблиця 1.2

**КВАРТАЛЬНІ ТЕМПИ ЗРОСТАННЯ (ЗНИЖЕННЯ) ВВП ТА ЙОГО
ОСНОВНИХ СКЛАДОВИХ У % ДО ПОПЕРЕДНЬОГО ПЕРІОДУ***

Роки	Валовий внутрішній продукт (y)	Видобувна промисловість (x_1)	Переробна промисловість (x_2)	Будівництво (x_3)	Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку (x_4)	Діяльність транспорту та зв'язку (x_5)	Інші види економічної діяльності (x_6)
2002	5,8	-0,3	7,8	-4,3	15,5	7	6,7
	4,8	-0,9	8	-7,5	5,5	6,3	5,2
	4,9	3,7	8,3	3,3	8,4	7,5	11
	5,6	7,1	13,4	-3,1	3,9	8,9	13,5

Продовження табл. 1.2

Роки	Валовий внутрішній продукт (y)	Видобувна промисловість (x_1)	Переробна промисловість (x_2)	Будівництво (x_3)	Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку (x_4)	Діяльність транспорту та зв'язку (x_5)	Інші види економічної діяльності (x_6)
2003	9,3	4,6	11,1	22,8	8,6	10,3	13,4
	11,4	7,3	14,8	38,1	26,5	11,8	13,9
	5,7	11,5	22,3	32,5	13,9	11,8	13,5
	12,3	11,4	20	19,1	34,8	10,8	12,2
2004	13,1	12,6	23,6	30,1	26,4	13,1	18,1
	12,7	12	17,2	22,3	16,9	14,4	24
	14	4,4	12,2	12,4	14,1	13,1	20,2
	9	3,3	9,1	24,2	3	5,5	21,9
2005	5,1	2,1	5,1	-15,5	-9,7	11,3	14,4
	3,7	0,2	0,1	-18,2	-14,7	9,2	10,6
	1,6	2,6	-3,2	-10,8	-16,3	5,6	9,6
	2,3	5,4	0,4	-10	-15,8	7,1	11,3
2006	4,8	7,9	2,4	-6,3	7,9	7,9	6,2
	7,1	10,8	10,4	1,6	16,5	10,4	11,2
	7,5	12	11,9	3,9	20,5	7,8	7,7
	9,7	8,9	11,6	3	24,3	4,1	5,3
2007	10,6	7,9	12,5	14,2	15,6	-0,2	12,7
	9,7	3,1	10,6	9,9	13,7	1,8	11,8
	4,4	2,1	8,7	13,8	17,8	10,1	25,1
	6,9	-4,4	9,4	17,9	16,2	28,4	15,8
2008	8,5	7	7,2	-14,1	11,2	15,1	13,6
	6,2	10,2	5,6	-18,7	8,8	14,6	7,9
	4,3	8,1	-1,5	-33,9	-0,7	10,1	3,2
	-7,8	-11,2	-27	-39,5	-6,2	-0,3	6,3

Закінчення табл. 1.2

Роки	Валовий внутрішній продукт (y)	Видобувна промисловість (x_1)	Переробна промисловість (x_2)	Будівництво (x_3)	Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку (x_4)	Діяльність транспорту та зв'язку (x_5)	Інші види економічної діяльності (x_6)
2009	-20,2	-16,9	-35,8	-54,3	-13,2	-14,4	-8,8
	-17,8	-19,3	-32,9	-47	-13,3	-11,2	-6,6
	-16	-12,3	-28,6	-46,5	-19,1	-9,6	-10,3
	-6,8	10,9	-5	-38,2	-16,6	-1,1	-8,4
2010	4,9	2,6	12,4	-19,2	2,2	3,6	0,7
	5,9	8,7	14,7	-15,5	4,2	5	0,1
	3,4	-0,4	12,8	1,1	10,8	3,7	1,4

*Розроблено автором самостійно за даними: Державний комітет статистики України / [електронний ресурс]. — Режим доступу :<http://www.ukrstat.gov.ua>

Результати ранжовано за залежністю на 4 групи: дуже залежні $[0,8; 1]$, залежні $[0,7; 0,8)$, майже залежні $[0,5; 0,7)$, не залежні $[<0,5)$. (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

СТАТИСТИЧНА ТАБЛИЦЯ КОРЕЛЯЦІЙНИХ ЗАЛЕЖНОСТЕЙ

Назва чинника	Значення коефіцієнта кореляції	Залежність	Значення коефіцієнта кореляції (змін масштабу)	Залежність
Сільське господарство, мисливство, лісове господарство	0,0481	Незначна	-0,13101	Незначна
Видобувна промисловість	0,7960	Значна	0,060108	Незначна
Переробна промисловість	0,9330	Дуже значна	0,687543	Значна
Виробництво та розподіл електроенергії, газу та води	0,5373	Майже значна	0,237948	Незначна

Закінчення табл. 1.3

Назва чинника	Значення коефіцієнта кореляції	Залежність	Значення коефіцієнта кореляції (зміна масштабу)	Залежність
Будівництво	0,8284	Дуже значна	0,818441	Дуже значна
Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	0,7431	Значна	-0,08738	Незначна
Діяльність транспорту та зв'язку	0,7728	Значна	-0,49421	Незначна
Освіта	0,3400	Незначна	0,124318	Незначна
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	0,4045	Незначна	0,106228	Незначна
Інші види економічної діяльності	0,7699	Значна	-0,69233	Значна
З них:				
Фінансова діяльність	0,7052	Значна	-0,31803	Незначна
Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	0,5716	Майже значна	-0,73288	Значна
Державне управління	0,2860	Незначна	0,154233	Незначна
Оплата послуг фінансових посередників	0,0894	Незначна	0,694142	Значна
Податки на продукти	0,4943	Незначна	-0,14347	Незначна
Субсидії на продукти	0,0739	Незначна	-0,07402	Незначна

Дані, отримані в такий спосіб, було додатково проаналізовано на предмет впливу ефекту масштабу, тобто зростання ВВП може мати різну природу, зокрема, можливе лише за рахунок наявного

чинника, тоді зміна його ваги у розрахунку ВВП має бути значною. Ми розглядатимемо лише значні чинники.

За результатами нашого дослідження видобувна промисловість справляє значний вплив на зростання ВВП, значною мірою це досягнуто суміжним впливом на інші показники або впливу інших показників. Це означає, що чинник (вплив видобувної промисловості) впливає на суміжні чинники, тобто викликає ефект мультиплікатора, коли його зростання зумовлює зростання в усій економіці.

Таблиця 1.4

**ЗВЕДЕНА СТАТИСТИЧНА ТАБЛИЦЯ
КОРЕЛЯЦІЙНИХ ЗАЛЕЖНОСТЕЙ**

Зміна масштабу	Вплив чинника				
	Дуже значний	Значний	Майже значний	Незначний	Усього
Дуже значна	1	0	0	0	1
Значна	1	1	1	1	4
Майже значна	0	0	0	0	0
Незначна	0	4	1	5	10
Усього	2	5	2	6	15

Розмір частки кожної складової в розрахунку ВВП можна побачити на рис. 1.15—1.17.

Переробна промисловість має дуже значну та значну залежність, тобто чинник має вагому частку в розрахунку. Його вплив досить незалежний, оскільки зміна частки чинника впливає на кінцевий результат. Такий чинник є відносно незалежним від інших.

Відповідно будівництво має значну та дуже значну. Згідно з даними, як і переробна промисловість, цей чинник є досить абстрагований від інших чинників.

Торгівля, транспорт та зв'язок: залежність значна, незначна. Вона безпосередньо впливає на зростання ВВП, зміна ваги чинника не відбивається на основному показнику, що дає підстави для про значний зв'язок з іншими галузями економіки.

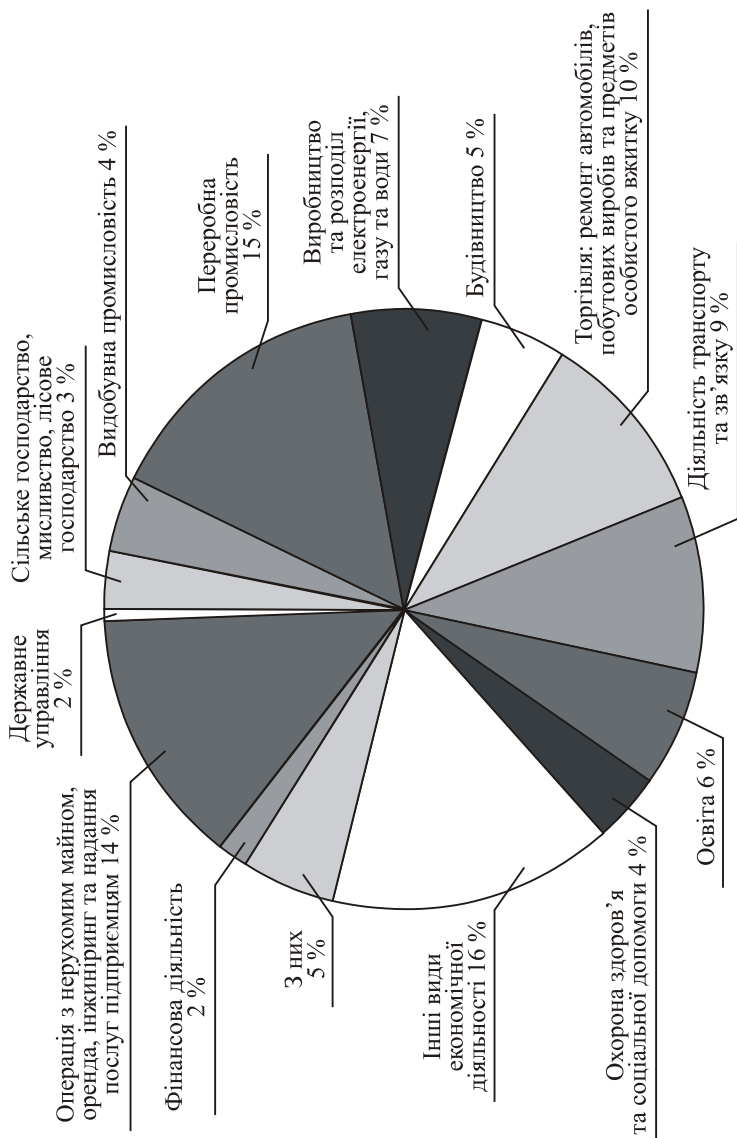


Рис. 1.15. Відсоткова частка складових ВВП станом на I квартал 2001 року¹

¹Розроблено автором за даними: Державний комітет статистики України / [електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

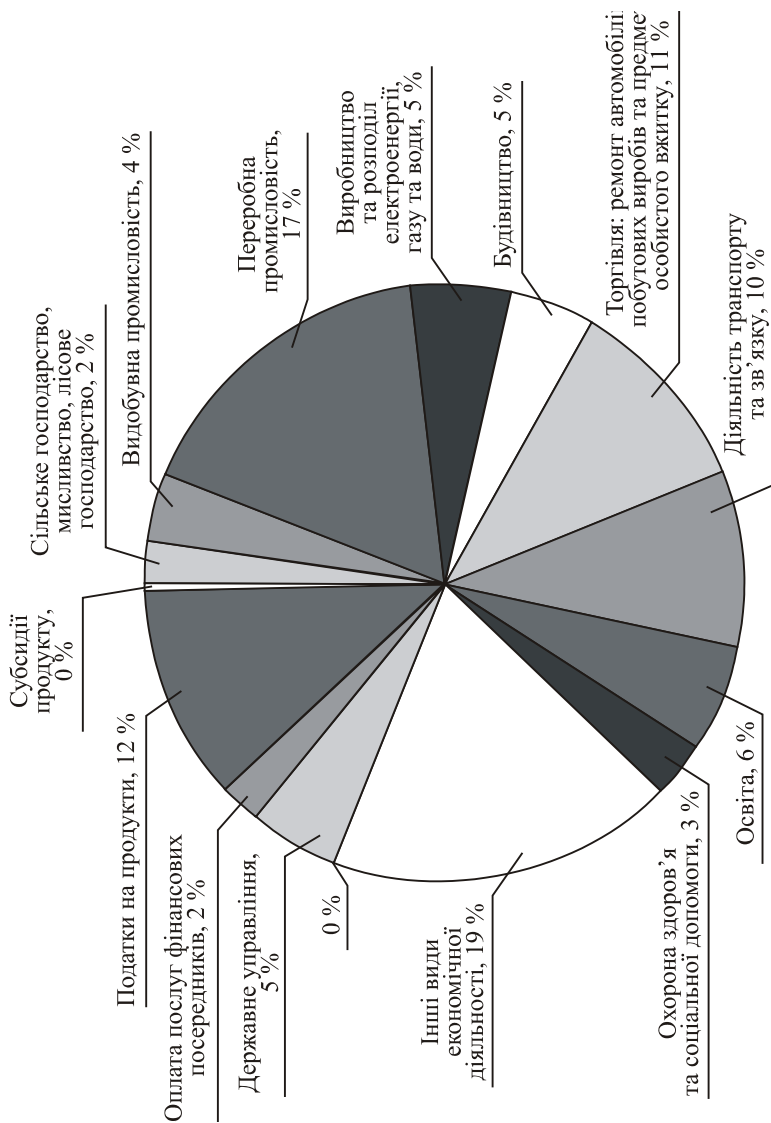


Рис. 1.16. Відсоткова частка складових ВВП станом на I квартал 2005 року¹

¹Розроблено автором за даними: Державний комітет статистики України / [електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

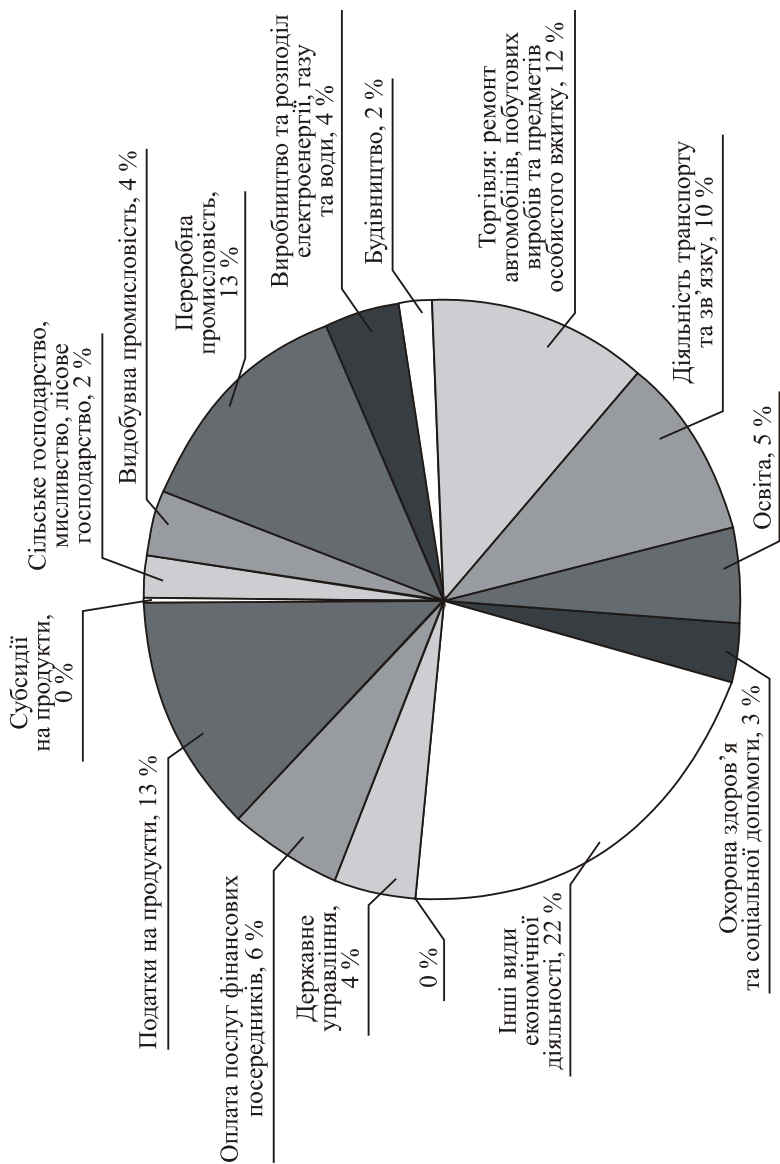


Рис. 1.17. Відсоткова частка складових ВВП станом на I квартал 2009 року¹

¹Так само.

Окремо слід проаналізувати інші види економічної діяльності. Ефект сумарного показника становить 0,7699 та — 0,69233; це відповідає значним зв'язкам. Тобто зростання цього показника хоч і впливає позитивно на ВВП, але зміна ваги має зворотну кореляційну залежність. Отримані дані наштовхують на ідею ефективності секторів економіки, пов'язаних із цим показником. При цьому показник «Оплати послуг фінансовим посередникам» має позитивну залежність із ВВП.

Для подальшого аналізу було розроблено математичну модель — логічний чи математичний опис складових та функцій, які відображають вагомі властивості модельованого об'єкта чи процесу¹.

Розрахунок лінійної моделі, де чинниками виступають кореляційно значні чинники, показує її адекватність (рис. 1.18). Зауважимо, що при розрахунку не враховано чинник «Фінансова діяльність», оскільки він входить у розрахунок показника «Інші види економічної діяльності», і обидва показники є статистично значущими. Модель має вигляд:

$$Y = 0,12 \times x_1 + 0,32 \times x_2 + 0,01 \times x_3 + \\ + 0,05 \times x_4 + 0,06 \times x_5 + 0,19 \times x_6,$$

де x_1 — добувна промисловість; x_2 — переробна промисловість; x_3 — будівництво; x_4 — торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку; x_5 — діяльність транспорту та зв'язку; x_6 — інші види економічної діяльності.

Значення коефіцієнта Дарвіна—Вотсона показує відсутність автокореляції в обраних чинниках. Зокрема, він дорівнює 1,7808, що входить до діапазона [1,5; 2,5], та близьке до «2». Значення F чинника становить 4,162, що більше за критичне (2,49). Це свідчить про адекватність моделі. Загалом модель дає можливість визначити найвагоміші чинники й прогнозувати рівень ВВП залежно від прогнозованих значень чинника. Найбільш значним чинником у моделі є «переробна промисловість», що засвідчує найбільший вплив його динаміки на динаміку ВВП.

Утім, ВВП є результатом вкладень в основний капітал. Формування основного капіталу суттєво залежить від кредитування, оскільки саме кредит є основним джерелом позичених фінансо-

¹ Лопатников Л. И. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки. — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: Дело, 2003. — 520 с.

вих ресурсів в Україні. Динаміку змін усіх трьох показників унаочнює рис. 1.19.



Рис. 1.18. Моделні та реальні значення ВВП*

* Розроблено автором за даними: Державний комітет статистики України / [електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

У процесі кореляційного аналізу виявлено такі внутрішньогрупові кореляційні залежності:

- вплив розміру сукупного кредитного портфеля на ВВП становить 0,936, що показує майже пряму залежність;
- вплив інвестицій в основний капітал — 0,753, що відповідає наявності значного зв'язку (кореляція вважається значною при коефіцієнті $> 0,6$);
- міжгрупова кореляція кредитного портфеля до капітальних інвестицій становить 0,644, що значно менше за попередні залежності.

Висновок: за цієї кореляційної залежності можна стверджувати, що кредитний портфель банку безпосередньо впливає на рівень ВВП у країні. З іншого боку, менш значний вплив на ВВП справляють інвестиції в основний капітал. При цьому міжгрупова залежність перебуває майже на межі статистичної значущості.

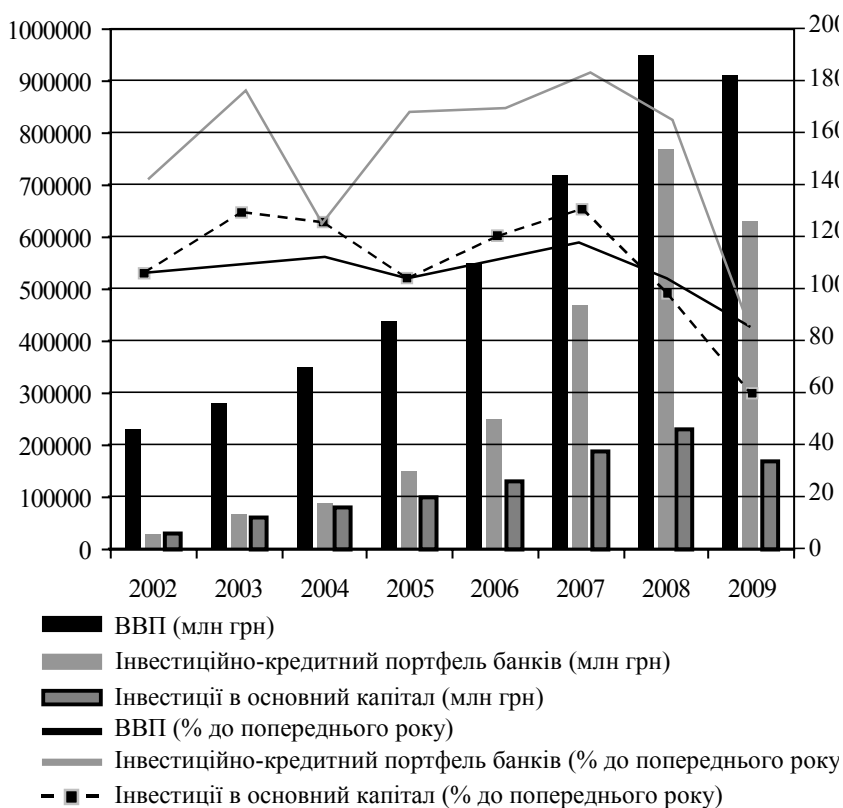


Рис. 1.19. Динаміка ВВП, кредитного-інвестиційного портфеля банків та інвестицій в основний капітал*

* Розроблено автором за даними: Державний комітет статистики України / [електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Якщо ВВП методологічно є результативним показником основних фондів, то очевидним буде введення інтегрованого показника, який показуватиме ефективність таких капіталовкладень — «ефективність інвестицій в основний капітал», який визначається за формулою:

$$\text{Ефективність інвестицій в основний} = \\ = \text{ВВП} / \text{Інвестиції в основний капітал}.$$

Зростання ВВП та кредитного портфеля корелюється. Проте подальші дослідження виявили, що в момент, коли частка кредитів в основному капіталі найбільша, ефективність інвестицій значно падає (рис. 1.20).

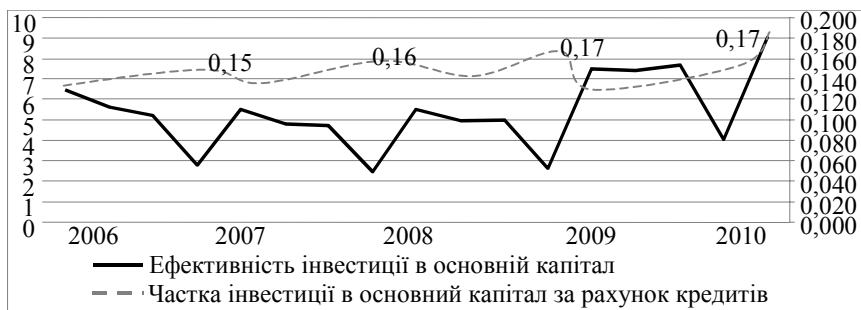


Рис. 1.20. Динаміка показника ефективності інвестицій в основний капітал та частки інвестицій в основний капітал за рахунок кредитів*

* Розроблено автором за даними: Державний комітет статистики України / [електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Отже, результатом зростання ВВП не є процес інвестування банків в основний капітал, (мається на увазі основна його частина). Таке припущення має вагоме підґрунтя. Згідно з даними Держкомстату України максимального показника у 17 % він досяг лише 2008 року (рис. 1.21). Таким чином, головну роль інвестицій в основні фонди відіграють приватні інвестиції.

Однак інвестиції, які робляться за рахунок залучення банківських кредитів, не є ефективними. Відтак зростання значною мірою спровоковане кредитуванням, не є результатом кредитування основних фондів і має споживчий характер.



Рис. 1.21. Динаміка частки банківських запозичень в інвестиціях в основний капітал*

* Розроблено автором за даними: Державний комітет статистики України / [електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Виходячи із кореляційних залежностей і побудованої моделі зазначимо, що найефективнішими вкладаннями, для найбільшого зростання ВВП, є переробна промисловість. Вкладання кредитно-інвестиційного портфеля було не ефективним і значною мірою мало споживчий характер. Найефективнішим для України на сьогодні був би перерозподіл кредитно-інвестиційного портфеля банків для формування основного капіталу (котрий також показав значний кореляційний зв'язок із ВВП) у переробній промисловості. Крім того, неефективне використання кредитних ресурсів при формуванні основних фондів дає підстави для перегляду кредитної політики банків стосовно вибору проектів, під які здійснюється фінансування.

Розділ 2

ІНВЕСТИЦІЙНА ПОЛІТИКА В СИСТЕМІ ДЕРЖАВНОГО СТИМУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ

2.1. Теоретичні засади та шляхи підвищення ролі інвестиційної політики держави у стимулюванні економічного розвитку

М. І. Дуба

Минуло вже 20 років від того часу, коли Україна стала незалежною державою. Нинішня політична й економічна система країни значною мірою відрізняється від адміністративно-командної системи СРСР, однак і досі економічна політика нашої держави не має чіткої орієнтації щодо можливостей державного впливу на розвиток національної економіки. Одним із реальних й істотних чинників оздоровлення економіки має стати низка інвестиційно-забезпечувальних заходів, які були б набагато ефективнішими від здійснених на попередніх етапах розвитку, а також створення на базі чинного законодавства, з урахуванням практичного досвіду й аналізу впливу попередніх нормативних актів, такої правової бази, яка забезпечуватиме сприятливий режим іноземного інвестування України.

Необхідність усвідомлення місця і ролі держави в питаннях регулювання інвестиційної діяльності пов'язане з особливостями української економіки, які внеможливають наслідування досвіду передових країн щодо подолання негативних наслідків кризових явищ.

Становлення механізму державного управління інвестиціями та інвестиційним процесом відбувалося разом зі становленням і розвитком ринкової системи господарювання. Існує два підходи до управління розширеним відтворенням, що сформувалися впродовж кількох століть. Один із них демонструє ситуацію, коли держава відіграє роль організатора інвестиційного процесу на перших етапах становлення ринкової системи. Інший підхід полягає в тому, що у XIX—XX ст., коли було започатковане становлення ринку на основі нагромадження торговельного капіталу, надлишки якого можна бу-

ло б застосувати для розширення виробництва, роль регулятора торговельного балансу відігравала держава, яка засобами протекціоністської політики регулювала грошові потоки капіталу. У наш час держава формує генеральну концепцію розвитку інвестиційної діяльності, створюючи умови для активізації інвестиційної діяльності, спрямованої на модернізацію реального сектору економіки та забезпечення сталого економічного розвитку.

Інвестиційна політика держави, місцевої влади і кожного підприємства — конче важлива складова економічного піднесення. Ефективна інвестиційна політика держави сприяє швидшому та якіснішому відтворювальному процесу та здійсненню позитивних ринкових перетворень. Через брак інвестування знижується конкурентоспроможність національних підприємств та економіки в цілому, що призводить до занепаду основного капіталу, спаду виробництва та збільшення собівартості продукції, тягне за собою негативні соціальні зрушення.

Під інвестиційною політикою розуміють комплекс урядових рішень, що визначають основні напрями використання інвестиційних вкладень в економіку, різні сфери та галузі. Інвестиційна політика визначається станом економіки, основними завданнями суспільного виробництва, науково-технічним, соціальним й екологічним розвитком країни¹.

Також інвестиційну політику держави розглядають як комплекс заходів, що забезпечують формування сприятливого національного інвестиційного клімату і підприємницького середовища в країні, спрямованих на досягнення максимально високого ефекту від вкладених державою ресурсів у будь-якій формі²; створення умов пріоритету розвитку галузей і сфер господарського комплексу, що забезпечують рівноправне, конкурентне підґрунтя співпраці на світових інвестиційних ринках; створення умов збалансованого розвитку регіонів і галузевих господарських комплексів, збереження балансу інтересів усіх суспільних груп в Україні.

Інвестиційну політику можна визначити як мистецтво управління інвестиційним процесом, що має на меті поживавлення інвестиційної діяльності за наявних обмежень, що задаються зовнішнім і внутрішнім середовищем економіки. Тобто вона являє собою систему заходів, які визначають обсяг, структуру та основні напрями будь-яких вкладень (фізичних, фінансових, матеріальних, нематері-

¹ Економічний словник-довідник / За ред. С. В. Мочерного — К.: Феміна, 1995 р. — 368 с.

² Інвестиційна політика в Україні: досвід, проблеми, перспективи: монографія / М. Г. Чумаченко, С. С. Аптекар, М. Г. Білопольський та ін.; відп. ред. М. Г. Чумаченко; АЕН України, ІЕП НАН України. — Донецьк: Юго-Восток, Лтд, 2003. — 292 с.

альних, інтелектуальних) для забезпечення високих темпів розвитку економіки через концентрацію вкладень на тих ділянках, від яких залежать досягнення високих темпів розвитку виробництва, збалансованість й ефективність економіки, отримання максимального приросту продукції та доходу на одиницю витрат.

Зазначимо, що сутність інвестиційної політики полягає в підтримці інвестиційного потоку на рівні, що гарантує безупинну, із поступальною тенденцією віддачу від вкладених інвестицій, достатню для досягнення низької інфляційного економічного розвитку. Він супроводжується стабільним зростанням виробництва, зниженням рівня безробіття, збільшенням сукупного попиту, а також погашенням різких коливань економічної кон'юнктури і зниженням гостроти антисоціальних проявів.

Тому за даних умов ключовою проблемою економічної політики держави є активізація інвестиційної діяльності, котра вимагає формування такої інвестиційної політики, що вможливить максимальне використання національних ресурсів і залучення у вітчизняну економіку іноземних інвестицій.

Інвестиційна політика, що сприяє припливу капіталу в розвиток економіки, є невід'ємним компонентом сталого зростання будь-якої економічної системи, що цивілізовано функціонує.

Процес розроблення інвестиційної політики ґрунтується на інвестиційній стратегії. Визначити інвестиційну стратегію можна як комплекс взаємозв'язаних соціально-економічних завдань, спрямованих на створенню сприятливих умов для розвитку й реформування економіки. Розроблення стратегії включає аналіз соціально-економічного становища суб'єкта (країни, суб'єкта держави, галузі, підприємства), для якого розробляється політика.

Розроблена й ухвалена інвестиційна політика має бути виконана з урахуванням чіткого механізму її реалізації, що передбачає:

- вибір надійних джерел і методів фінансування інвестицій;
- визначення термінів та органів, відповідальних за реалізацію інвестиційної політики;
- створення необхідної нормативно-правової бази для функціонування ринку інвестицій;
- створення сприятливих умов для залучення інвестицій.

Наступним завданням є визначення місця державної інвестиційної політики в соціально-економічній політиці держави.

На нашу думку, державна інвестиційна політика є складовою соціально-економічної політики держави, вона реалізується через розбудову окремих її одиниць, таких як регіон, підприємство чи галузь (рис. 2.1).

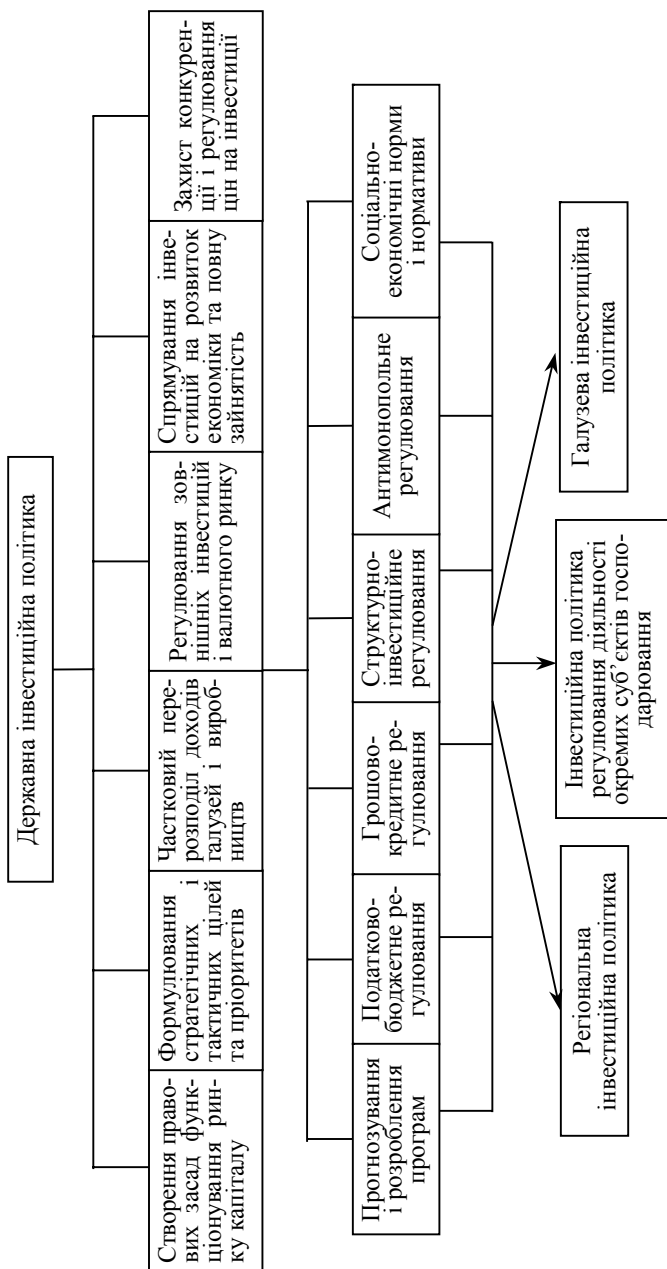


Рис. 2.1. Інструменти та напрями державної інвестиційної політики

* Розроблено автором

Інвестиційна політика держави є одним з найважливіших важелів у стимулюванні економічного розвитку. За допомогою інвестиційної політики держава безпосередньо може впливати на зміну обсягів виробництва, на прискорення науково-технічного прогресу, на зміну структури суспільного виробництва і розв'язання багатьох соціальних проблем.

Визначальним завданням державної політики в інвестиційній діяльності є створення рівних умов для ведення бізнесу та інвестування економіки України суб'єктами господарювання різної форми власності, здійснення процесу інвестування на прозорих та цивілізованих засадах, поліпшення структури інвестиційних джерел.

Удосконалення засад державного регулювання формуванням механізмів залучення інвестицій передбачає всебічний аналіз стану інвестиційних процесів в Україні. Сучасна ситуація в Україні зумовлює зміну пріоритетів із подолання кризи на досягнення певних темпів соціально-економічного розвитку.

Для ефективної реалізації інвестиційної політики перед державою постає низка завдань:

- досягнення пріоритетів соціально-економічного розвитку та необхідних темпів економічного зростання;
- нарощування інвестиційних ресурсів;
- послідовне збільшення частки капітальних вкладень в основні засоби;
- розширення інвестиційних джерел і визначення пріоритетних напрямів їх вкладення.

Для виконання цих завдань держава розробляє інвестиційну політику, яка визначає заходи щодо стимулювання діяльності суб'єктів господарювання, підтримки і заохочення вітчизняних та іноземних інвесторів стосовно підвищення інвестиційної активності та реалізації найважливіших цільових програм розвитку. Реалізувати інвестиційну політику держави можна тільки за наявності дієвих інвестиційних механізмів.

Під інвестиційним механізмом слід розуміти сукупність дій, здійснюваних на інвестиційному ринку суб'єктами інвестиційної діяльності за допомогою внутрішніх та зовнішніх джерел інвестування з метою отримання інвестиційного доходу.

Інвестиційна політика здійснюється з метою забезпечення рівного захисту прав, інтересів і майна суб'єктів інвестиційної діяльності незалежно від форм власності, а також спрямована на ефективне інвестування народного господарства України, розвиток міжнародної економічної співпраці та інтеграції. Серед форм

державного регулювання інвестиційної діяльності розрізняють прямі та непрямі важелі (рис. 2.2).

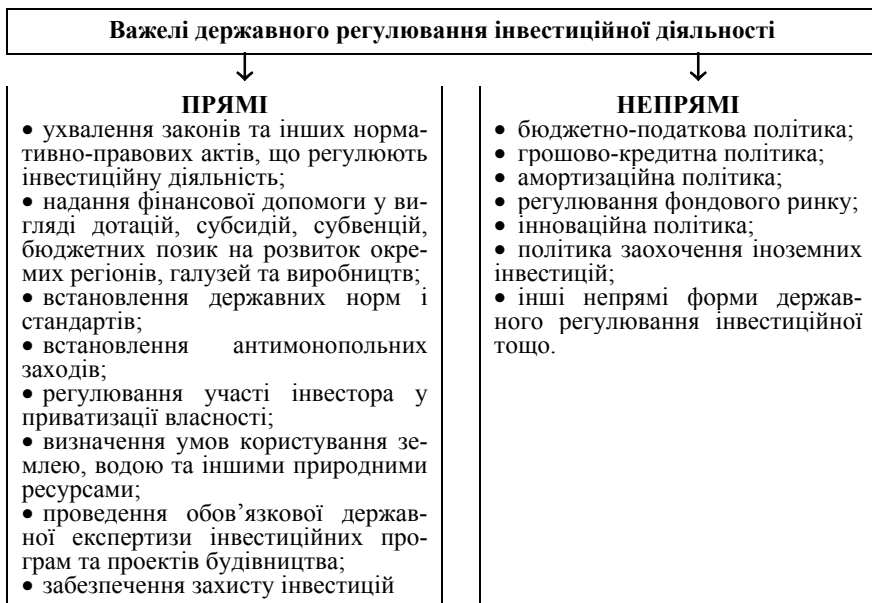


Рис. 2.2 Важелі державного регулювання інвестиційної діяльності

* Розроблено автором

Таким чином, інвестиційна політика держави — це сукупність заходів, здійснюваних з метою стимулювання економічного зростання шляхом поживавлення чи сповільнення інвестиційних процесів із застосуванням прямих та непрямих важелів державного регулювання інвестиційної діяльності.

Інвестиційну політику та механізми її реалізації визначають органи державної влади на основі аналізу соціально-економічної ситуації в країні. Обґрунтування інвестиційної політики в країні потребує аналізу комплексу пов'язаних між собою чинників, котрі впливають на реалізацію інтересів суб'єктів, які мають у своєму розпорядженні інвестиційні ресурси, й на механізм використання цих ресурсів, що, своєю чергою, сприяє здійсненню інвестиційної діяльності суб'єктами господарювання.

В інвестиційній політиці держави відбивається інвестиційна діяльність здійснювана суб'єктами господарювання, вона реалізується за певними принципами, які не є постійними і залежать

від етапу розвитку економіки країни та здійснюваних у ній перетворень.

Загальні правові, економічні та соціальні умови інвестиційної діяльності на території України визначено Законом України «Про інвестиційну діяльність» від 18 вересня 1991 року № 1560-ХІІ, згідно з якими під інвестиційною діяльністю розуміють сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій.

Інвестиційна діяльність здійснюється на основі:

- інвестування, здійснюваного громадянами, недержавними підприємствами, господарськими асоціаціями, спілками і товариствами, а також громадськими і релігійними організаціями, іншими юридичними особами, заснованими на колективній власності;
- державного інвестування, здійснюваного органами влади та управління України, Кримської АРСР, місцевих Рад народних депутатів за рахунок коштів бюджетів, позабюджетних фондів і позикових коштів, а також державними підприємствами та установами за рахунок власних і позикових коштів;
- іноземного інвестування, здійснюваного іноземними громадянами, юридичними особами та державами;
- спільного інвестування, здійснюваного громадянами та юридичними особами України, іноземних держав.

Ширше визначення інвестиційної діяльності міститься в Положенні (стандарті) бухгалтерського обліку 4 «Звіт про рух грошових коштів», де інвестиційна діяльність — це придбання та реалізація тих необігових активів, а також тих фінансових інвестицій, які не є складовими еквівалентів грошових коштів¹. Отже, крім придбання основних засобів, нематеріальних активів, акцій, облігацій, цілісних майнових комплексів тощо, до інвестиційної діяльності належать надходження грошових коштів у вигляді відсотків за аванси грошовими коштами та позики, надані іншим суб'єктом господарювання, а також грошові надходження у формі дивідендів, від повернення позик, від ф'ючерсних і форвардних контрактів, опціонів, а також виплати коштів за такими контрактами (за винятком тих контрактів, які укладаються для основної діяльності підприємства). Проте, на нашу думку, такі грошові надходження не прямо, а лише опосередковано стосуються до інвестиційної діяльності як такої.

¹ Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 4 «Звіт про рух грошових коштів»: Затверджене наказом Міністерства фінансів України від 31.03.1999 року № 87.

Отже держава регулює інвестиційну діяльність через вплив на неї різноманітними засобами та методами, здійснюючи, відповідно, державну інвестиційну політику. Об'єктами державного регулювання виступають інвестиції та інвестиційні процеси.

Політика держави в інвестиційній сфері ставить за мету створення сучасної системи регулювання, яка сприятиме активізації інвестиційних процесів у країні для прискорення соціально-економічного розвитку.

Державне регулювання формуванням організаційно-економічного механізму залучення інвестицій у регіон здійснюється на засадах соціально-економічної політики держави за рахунок взаємодії її складових — інвестиційної й регіональної політики — з урахуванням соціально-економічних умов країни і регіону через вибір та поєднання конкретних механізмів та інструментів впливу.

На етапі абстрактного синтезу сформульована система цілей, яка базується на врахуванні економічних інтересів усіх учасників інвестиційного процесу і має забезпечувати інтенсифікацію розвитку господарства області, прогресивну перебудову його структури, прискорення темпів науково-технічного прогресу, розв'язання актуальних соціальних проблем. Доведено, що ефективність функціонування організаційно-економічного механізму залучення інвестицій ґрунтується на узгодженні інтересів і координації як мінімум чотирьох учасників держави, сфери діяльності, регіону, інвестора.

Світовий досвід свідчить, що застосування однакових методів державного регулювання в різних країнах призводило як до протилежних результатів, так і, навпаки, до однакових. За умов подолання кризи в Україні мають бути розроблені власні механізми державного регулювання не лише економіки, а й інвестиційної діяльності, які б поєднували окремі механізми світового економічного надбання та вітчизняну специфіку.

Ринкові зміни, стратегічні зрушення без втручання держави здійснюються тривалий час. За сучасних умов держава має бути регулятором економічних змін.

Для досягнення економічної стабільності в Україні необхідно вирішити проблеми, пов'язані з управлінням розвитком інвестиційного процесу. Зокрема, недостатньо з'ясована роль державного управління інвестиціями як одного з важливих елементів механізму економічного регулювання. Через недостатнє державне управління, відсутність серйозних економічних важелів підтримки виробничих і фінансових структур Україна втрачає необхідні їй

інвестиційні ресурси для структурної переорієнтації економіки, інвестиційного розвитку національного виробництва.

До функцій державного регулювання інвестиційної діяльності відносять низку заходів для:

- створення правових засад функціонування ринку капіталу;
- захисту конкуренції та регулювання цін на інвестиції;
- регулювання зовнішніх інвестицій валютного ринку;
- спрямування інвестицій на розвиток економіки та повну зайнятність тощо.

Держава може впливати на інвестиційну активність різними інструментами, і застосування їх залежить від напряму діяльності, об'єктів та суб'єктів, на які поширюється сфера державного регулювання. Серед основних інструментів державного регулювання інвестиційної діяльності вирізняють:

- застосування кредитно-фінансової і податкової політики;
- надання різних податкових пільг підприємствам, які вкладають інвестиції на реконструкцію і технічне переозброєння виробництва;
- антимонопольне регулювання;
- амортизаційна політики шляхом створення сприятливих умов для залучення іноземних інвестицій, науково-технічної політики тощо.

Сучасний стан економіки України доводить, що питання посилення інвестиційної активності підприємств і регіонів, накопичення інвестиційного потенціалу та масової заміни й модернізації основних засобів виробництва залишаються найважливішими.

Обґрунтовано, що інвестиційний механізм належить до способу реалізації інвестиційної політики і є засобом, який дозволяє, з одного боку, поєднати теоретичні, законодавчі, адміністративні засади інвестування, об'єктивні територіальні та галузеві умови країни, а з іншого — сприяє активізації інвестиційних процесів з метою досягнення обраних орієнтирів соціального й економічного розвитку.

Рішення щодо активізації інвестиційних процесів на регіональному рівні можна знайти у формуванні організаційно-економічного механізму залучення інвестицій у регіон в межах державного інвестиційного механізму і державної інвестиційної політики.

Під організаційно-економічним механізмом залучення інвестицій у регіон пропонується розуміти сукупність нормативно-правових державних актів, організаційних та економічних заходів, засобів, важелів, стимулів, що застосовуються органами регі-

онального управління і місцевого самоврядування в межах їх повноважень з метою формування на даній території (у регіоні) умов для розширеного відтворення і забезпечення соціально-економічного розвитку. Організаційно-економічний механізм залучення інвестицій, виходячи з наявних умов розвитку території і локальних критеріїв оптимальності (залежно від соціально-економічного розвитку регіону і пріоритетів регіональної політики), розробляє власний набір заходів щодо залучення та використання інвестиційних ресурсів. Критерієм ефективності його роботи є досягнення бажаних показників соціально-економічного розвитку регіону за певний період. Важливо розглянути особливості провадження державної регіональної політики.

Інвестиційна політика в кожному регіоні України має свої особливості, зумовлені такими чинниками: економічною і соціальною політикою, що були проведені в регіоні; величиною наявного виробничого потенціалу; географічним розташуванням; природно-кліматичними умовами; привабливістю регіону для іноземних інвестицій тощо.

Інвестиційна діяльність у регіонах залежить не тільки від рівня економічного розвитку, зокрема її інтенсивність залежить від неринкових чинників, від розвиненості окремих елементів громадянського суспільства, ефективної співпраці з місцевою владою. Низька інвестиційна привабливість регіонів України зумовлена в тому числі байдужістю місцевої влади при залученні інвестицій. Натомість активна роль органів влади у збільшенні інвестиційної привабливості підпорядкованих територій та розподілі ресурсів результативно продукує поліпшення показників інвестиційної діяльності підпорядкованих територій.

Пріоритетними напрямками державної підтримки має бути стимулювання залучення інвестицій у ключові сектори економіки регіонів, які визначають стратегічні пріоритети їх розвитку; на підтримку малого та середнього бізнесу; на сприяння створенню та впровадженню інновації, включно з поширенням сучасних технологій, у тому числі для зниження ризиків виникнення техногенних катастроф; на розвиток туризму, охорону культурної спадщини. Для забезпечення економічного зростання суттєвим має стати реалізація науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт, упровадження інновацій, що сприятимуть розвитку та підвищенню конкурентоспроможності як регіонів, так і держави загалом.

Політика регулювання діяльності окремих суб'єктів господарювання — це комплекс практичних дій та заходів держави, що

покликані забезпечити вигідне вкладання власного, залученого та позикового капіталу підприємства в об'єкти інвестування з метою забезпечення прибутковості (дохідності) суб'єкта господарювання або досягнення інших позитивних результатів у майбутньому. Досягти такого ефекту можна ухваленням законів та інших нормативних документів, що регулюють інвестиційну діяльність, наданням дотацій, встановленням державних норм, забезпеченням захисту інвестицій тощо.

Економічне зростання тісно пов'язане із забезпеченням високого рівня зайнятості, адже підприємства інтенсивніше вкладають кошти в інвестиції для підвищення продуктивності праці. Тобто якщо рівень безробіття низький, спостерігається економічне зростання. Економічне зростання можна забезпечити й політикою прямого заохочення суб'єктів господарювання здійснювати інвестиції або заохочення людей заощаджувати, що дає можливість підприємствам збільшувати кошти для вкладень. Так, наприклад, політика Р. Рейгана була побудована на економічній концепції пропозиції, спрямованій на прискорення економічного зростання через створення сприятливого податкового середовища для підприємств, що здійснили інвестиції в обладнання, устаткування, модернізацію виробництва, і для середнього платника податків, щоб він міг більше заощаджувати. Зниження рівня оподаткування в Україні могло б забезпечити досягнення аналогічних результатів.

Формування державної інвестиційної політики в регіоні, галузі чи на підприємстві базується на прогнозуванні окремих умов здійснення інвестиційної діяльності (інвестиційного клімату) і кон'юнктури інвестиційного ринку як у цілому, так і в розрізі окремих його сегментів. Крім того, державна інвестиційна політика має відповідати загальній стратегії економічного розвитку, і в кінцевому випадку повинна бути спрямована на стимулювання інвестиційної діяльності на всій території країни.

Отже, інвестиційна політика держави — це комплекс правових, адміністративних та економічних заходів держави, спрямованих на поширення та активізацію інвестиційних процесів, формування сприятливого інвестиційного клімату за допомогою раціонального взаємозв'язку способів і форм державного регулювання інвестиційної діяльності на загальнодержавному, регіональному і галузевому рівнях.

Державне регулювання інвестиційної діяльності поширюється на різні сфери господарювання, серед яких — суб'єкти виробничої діяльності, інфраструктури ринку, науково-технічної діяльності, соці-

альна сфера. Об'єктами державного регулювання виступають вітчизняні та іноземні інвестиції, ціна інвестицій, фондовий ринок тощо.

Підсумовуючи, можемо стверджувати, що державна інвестиційна політика має сконцентруватися на: прискоренні темпів економічного зростання на власній відтворювальній (інвестиційній) базі та на достатній ринковій основі; запровадженні відкритих консультацій органів виконавчої влади з представниками суб'єктів господарювання, поширенні інформації про реальну економічну ситуацію, внутрішні та зовнішні ринки, кон'юнктурні процеси, нормативну базу; значній детінізації вітчизняної економіки; створенні рівних умов для діяльності суб'єктів господарювання незалежно від форми власності та походження капіталу; формуванні ефективного конкурентного середовища; зміцненні фондового ринку, розвитку інститутів спільного інвестування, страхових та пенсійних фондів, ринку корпоративних цінних паперів, його інтегруванні в міжнародні ринки капіталу; створення додаткових економічних стимулів для залучення інвестицій у пріоритетні галузі економіки; створенні ефективної системи захисту інтелектуальної власності.

2.2. Грошово-кредитна політика в системі державного стимулювання інвестиційного процесу

М. І. Диба, С. І. Ходакевич

Зростання економічної ролі держави, її втручання в процес суспільного виробництва і висока концентрація останнього модифікували традиційний механізм саморегулювання економіки, обмежили дію стихійних ринкових сил. Держава перебрала на себе низку регулювальних функцій, особливо щодо розвитку державного сектору економіки, а також ринкової кон'юнктури.

Основними формами непрямого регулювання державою інвестиційної діяльності є створення відповідного інвестиційного середовища (політичного, економічного, правового, соціального). Створення сприятливого інвестиційного середовища здійснюється через бюджетно-податкову, грошово-кредитну, амортизаційну та інноваційну політики, а також політику сприяння залученню іноземних інвестицій.

Детальніше спинімося на питанні впливу на рівень інвестиційної активності грошово-кредитної політики держави, що проводиться Національним банком України.

Ще у XIX ст. періодичне виникнення економічних криз, що супроводжувалися зниженням цін, банкрутствами підприємств, зростанням безробіття, змусило численних представників економічної науки вдаватися до розроблення політики державного регулювання економіки з метою стабілізації її розвитку. Найефективнішими інструментами її виявилися державні фінанси, грошовий обіг і кредит, котрі вможливили здійснення державної фінансової, грошово-кредитної, структурної й інвестиційної політики і вплив на рух промислового циклу, а також регулювання міжнародних економічних та валютних відносин. Хоча регулятивні заходи грошово-кредитної політики здійснюються безпосередньо в грошово-кредитній сфері, її ефект не обмежується цією сферою, а виявляється також у реальній економіці завдяки впливу монетарних змін на виробництво, інвестиції, зайнятість тощо. Тому грошово-кредитну політику можна вважати складовою соціально-економічної політики держави.

У рамках здійснення грошово-кредитної політики держави можуть застосовувати інструменти прямого державного регулювання. У цьому разі об'єктом регулювання є грошова маса, яка у відповідних співвідношеннях із основними макроекономічними показниками позитивно чи негативно впливає на економічне зростання в країні та на рівень інвестиційної активності. Суб'єктом грошово-кредитної політики є НБУ, який здійснює грошову емісію та за допомогою арсеналу засобів, зокрема — ставок рефінансування, норм обов'язкових резервів, операцій На відкритому ринку та валютних інтервенцій впливає на рішення суб'єктів господарювання стосовно доцільності інвестування.

Відповідно до Основних засад грошово-кредитної політики на 2011 рік, пріоритетом грошово-кредитної політики, що впливає з основної функції Національного банку України, є досягнення та підтримка цінової стабільності в державі, критерієм якої слугуватиме динаміка індексу споживчих цін, забезпечення щорічного його зниження та доведення у 2014 році до 5 % і подальшого утримання в межах 3—5 %. Досягнення стабільності грошової одиниці є найнадійнішим підґрунтям реалізації стратегічних цілей економічного розвитку країни — відновлення економічного зростання на засадах модернізації й інноваційного розвитку, побудови сучасної усталеної відкритої й конкурентоспроможної економіки та підвищення добробуту населення.

У різних країнах із ринковою економікою на різних етапах розвитку регулювання інвестиційних процесів змінювалися та розвивалися під впливом розвитку економічної думки, яка базу-

валася на класичній, неокласичній, кейнсіанській та інших моделях механізму ринкового регулювання національної економіки. Такі моделі та їх еволюція були предметом дискусій багатьох учених.

Зокрема, *класична школа політичної економії*, започаткована Адамом Смітом¹ (1723—1790) і Давидом Рікардо² (1772—1823), справила величезний вплив на подальший розвиток економічної науки та формування економічної політики держави. Універсальність та космополітичність класичної теорії (характеристика якісних засад ринкової економіки — вартості, ціни, доходів, інвестицій та інших джерел, доведення об'єктивної сутності економічних законів, необхідності свободи підприємництва) забезпечували їй виняткову увагу в будь-якій країні, хоча особливості економічного розвитку кожної з них сприяли її модифікації. Класичні доктрини набули розвитку у працях «економістів нової хвилі» — Сея, Лодердейла, Мальтуса, Сенсора, Бастіа, Мілля та інших, які висвітлили проблеми відповідного етапу розвитку суспільства; їхній особистий внесок у теорію інвестицій полягає у визначенні ролі держави у регулюванні інвестицій та інвестиційних процесів.

У другій половині XIX — на початку XX ст. спостерігається трансформація класичної інвестиційної концепції в нові неокласичні теорії. Зокрема, у 19-х роках у США з'явилася група економістів — прихильників ідеї стабілізації економіки через регулювання інвестиційного циклу за допомогою виваженої кредитно-грошової політики, лідером якої був Ірвінг Фішер³ (1867—1946). У своїх працях Фішер зазначає, що на економіку впливають зовнішні щодо дії ринкових сил чинники, передусім державні грошові інститути, які формують грошову масу. Держава, змінюючи обсяги пропозиції грошей, здатна впливати на ставки дохідності, тим самим посилюючи «ефект доходів» щодо «ефекту заміщення». Фішер розкриває *механізм впливу грошової маси на розміри заощаджень*: пропозиція грошей у короткостроковому періоді знижує розміри відсоткових ставок, але за тривалішого часу збільшення кількості грошей в обігу призводить до «розкручування» інфляції та спричиняє зростання відсоткових ставок. Водночас інфляція спонукає до негайного споживання, бо звужує обсяги заощаджень і руйнує основи майбутнього інвестування.

¹ Lowe A., The Classical Theory of Economic Growth // Social Research. 21(2):127—158 (Summer 1954).

² Ricardo D., Principles of Political Economy and Taxation, — 1817.

³ Fisher I. The Rate of Interest. — New York: Macmillan — 1907.

Фішер уперше докладно описав зв'язок між відсотковою ставкою і темпами інфляції. Він показав, що прогнозоване зростання рівня інфляції призводить до пропорційного зростання відсоткових ставок і, навпаки, зниження прогнозованого рівня інфляції веде до зниження рівня відсоткових ставок. Ця закономірність дістала назву «*ефекту Фішера*». Згортання інвестиційного потенціалу суспільства й уповільнення темпів економічного зростання внаслідок розширювальної грошової політики держави та інфляції згодом назвали «*правилом Фішера*».

На основі класичних та неокласичних теорій на початку ХХ ст. була започаткована доктрина економічного регулювання державою економіки, зокрема у працях Д. Гобсона, А. Пігу, Р. Хоутрі та інших. Майже всі представники неокласичного напрямку початку ХХ ст. визнавали, що в центр економічного розвитку треба покласти інвестиційні процеси, які не піддаються саморегулюванню, а потребують координаційного втручання з боку держави.

Вагомого значення проблемі державного регулювання інвестиційних процесів і формування інвестиційного середовища за умов кризового розвитку надав *Джон Мейнард Кейнс* (1883—1946)¹. Провідна ідея теорії Кейнса — необхідність державного регулювання ринкової економіки, зокрема свідомого створення макро-економічних умов для економічного зростання через формування економічних механізмів залучення інвестицій у національне господарство. Він не заперечує впливу меркантилізму на його концепцію державного регулювання економічних процесів: як і меркантилісти, він розглядає збільшення маси грошей в обігу як засіб їхнього здешевлення і, відповідно, зниження ставок відсотка; схвалює зростання цін як засіб стимулювання розвитку торгівлі й виробництва; стверджує, що недостатня кількість грошей в обігу породжує безробіття і скорочення виробництва; підносить проблеми економічної політики до національного рівня.

Кейнс уперше вказує на необхідність стимулювання інвестиційного процесу шляхом втручання держави в економіку через стимулювання ефективного попиту. Узявши як засадну тезу те, що визначальною складовою ефективного попиту є інвестиційний попит (виробниче споживання), Кейнс пропонує впливати на інвестиційні процеси за допомогою грошово-кредитної та бюджетної політики.

¹ *Keynes J. M. General Theory of Employment, Interest and Money Collected Writings of Jhn Maynard Keynes, vol. VII. — London: Macmillan, 1973.*

Грошово-кредитна політика, за Кейнсом, має базуватися на врахуванні «*ефекту Фішера*», у тому числі на заходи, спрямовані на створення ілюзії підвищення норми прибутку, щоб сприяти інвестуванню заощаджень, а саме:

- помірне нарощування інфляції методом грошових шоків, що забезпечує знецінення заощаджень та створює ілюзію збільшення доходу на інвестовані кошти, а з іншого боку внаслідок інфляційного очікування сприяє зростанню поточного споживання;
- планове зниження норми відсотка через штучне зниження і фіксацію норми відсотка на державні кредитні засоби (Кейнс не виключав, що коли зниження ставки відсотка відбуватиметься одночасно зі збільшенням грошової маси, може виникнути «пастка ліквідності», тобто спрацює правило Фішера).

Теоретична та практична цінність систем державного регулювання, апробованих у країнах із ринковою економікою, є для України дуже важливою. Однак перехідний характер української економіки має специфічні особливості, які роблять неможливим наслідування досвіду становлення ринкових відносин в передових країнах світу і подолання негативних наслідків кризових явищ.

Для визначення поняття «грошово-кредитна політика» застосовують різні підходи. За визначенням Е. Дж. Долана, «в це поняття включають усі дії уряду, що впливають на кількість грошей, що перебувають в обігу». Іншими словами, грошово-кредитна політика являє собою комплекс заходів регульовального впливу, спрямованих на зміну грошової маси в обігу. Грошово-кредитна політика покликана безпосередньо впливати на ліквідність банківської системи і на ділову активність¹.

У вітчизняній економічній літературі є кілька підходів до визначення сутності грошово-кредитної політики. Деякі автори відносять до неї будь-які заходи держави, котрі стосуються грошової сфери, включно з тими здійснюються без участі центрального банку. Зокрема, це заходи, спрямовані на зміну рівня оподаткування, структури бюджетних видатків тощо. Проте такий підхід надто широкий і не дає можливості виявити специфіку грошово-кредитної політики та використати властиві їй механізми із найбільшим ефектом. У такому розумінні вона перетворюється лише на понятійне явище².

¹ Долан Э. Дж. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Пер. с англ. В. Лукашевича и др.; Под общ. ред. В. Лукашевича. — Л., 1991. — 448 с.

² Гриценко О. Гроші та грошово-кредитна політика: Навчальний посібник. — К.: Основи, 1999. — 180 с.

Інші автори трактують грошово-кредитну політику як один із двох провідних засобів (інший — фінансова політика), за допомогою якого органи влади в ринковій економіці регулярно впливають на темп і напрямок загального економічного зростання, включно не лише з рівнем валового продукту і зайнятості, із загальним рівнем зростання чи падіння цін¹.

В. Лисицький та В. Ющенко ототожнюють грошово-кредитну та монетарну політику і дають визначення монетарній політиці як погодженій діяльності органів державної влади щодо управління грошима, яка, використовуючи певні специфічні механізми роботи, спрямована на досягнення стабільності цін².

Дещо інший погляд на сутність грошово-кредитної політики має І. О. Лютий. Він вважає, що грошово-кредитна і монетарна політики не є тотожними поняттями, тому їх треба розмежувати. При цьому, на думку вченого, грошово-кредитна політика є складовою економічної політики держави, бо одночасно реалізує як політичні, так і економічні цілі³.

На нашу думку, повнішим і точнішим визначенням грошово-кредитної політики є розуміння її як комплексу взаємопов'язаних, спрямованих на досягнення певних цілей заходів щодо регулювання грошового ринку, що їх проводить держава через свій центральний банк.

Проте державою визначено поняття «грошово-кредитна політика», зокрема за законом України «Про Національний банк України» грошово-кредитну політику слід розуміти як комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу.

Для реалізації визначених Законом цілей Національний банк вживає низку заходів щодо: оздоровлення всієї фінансової та грошової системи; зменшення темпів інфляції та стабілізації споживчих цін; стабілізації обсягів виробництва; підвищення реальних доходів населення; скорочення дефіциту державного бюджету; впорядкування торгово-платіжного балансу; зменшення дотацій населенню та підприємствам; створення

¹ Сенгачов В., Плисецький Д. Цілі й інструменти грошово-кредитної політики в умовах зростання структурних дисбалансів економіки та посилення дестабілізуючого впливу зовнішніх факторів // Економіка України. — 2009. — № 2. — С. 42—47.

² Лисицький В., Ющенко В. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні. — К.: Скарби, 1998. — 288 с.

³ Лютий І. О. Грошово-кредитна політика та особливості її реалізації в Україні // Фінанси України. — 2000. — № 1. — С. 20—24.

спеціального стабілізаційного фонду для підтримки дієспроможності гривні тощо.

Розвиток економіки країни у 2011 році має враховувати світові тенденції, які характеризуються ознаками подальшого виходу з кризи із відповідним зростанням попиту, посиленням дисципліни трансакцій і фінансової діяльності, підвищенням ролі держави в управлінні економікою. Необхідно поступово відновлювати попит на продукцію та послуги українського виробництва на зовнішніх ринках, активізувати діяльність зовнішніх інвесторів.

За рахунок реалізації проектів, спрямованих на підготовку та проведення в Україні фінальної частини чемпіонату Європи з футболу 2012 року, здійснення приватизаційної програми збільшити приплив іноземного капіталу. Також необхідно посилити внутрішню фінансову дисципліну на всіх рівнях, це сприятиме скороченню припливу короткострокового спекулятивного капіталу, що зменшуватиме ризики кризового рецидиву.

Завдяки таким діям буде можливою ситуація, коли банківська система набуде докризового рівня розвитку та матиме довгострокову перспективу стабільності. Зміцнення і розвиток банківської системи та небанківських фінансових установ, зниження ризикованості кредитування сприятимуть перерозподілу тимчасово вільних коштів в економіці на користь фінансування заходів, спрямованих на оновлення основного капіталу.

Рівень розвитку банківської системи справляє безпосередній вплив на рівень інвестиційної активності, можливості кредитування та обсяги фінансових ресурсів окремих банків, їх регіональна концентрація та інші чинники, які залежать від грошово-кредитної політики, що проводиться в країні. Разом із тим, фінансовий потенціал більшості комерційних банків недостатній для інвестиційного забезпечення значних за обсягами проектів і програм.

За мінімальної кількості проектів та максимальної їх вартості, що пояснюється високою вартістю обсягів фінансових ресурсів банку, значно підвищується ризик збанкрутувати внаслідок невдалої реалізації проекту. Чинник високого ризику і низька кредитоспроможність позичальників змушує банки підвищувати відсоткові ставки, що обмежує попит на кредити.

Для економічного зростання та підвищення інвестиційної активності важливого значення набуває проблема зниження інфляції до певного рівня, а також інші заходи, застосування яких дасть змогу навіть за значного підвищення цін досягти економічного зростання. Це можливо у разі здійснення політики контро-

льованої інфляції при одночасній структурній перебудові економіки через реалізацію інноваційно-інвестиційних проектів.

У формуванні інвестиційної активності важливу роль відіграє структура джерел інвестицій за секторами економіки, яка відображена в рахунку капіталу системи національних рахунків, окремі елементи якого змінюються під дією грошово-кредитної політики держави. Джерела інвестицій формуються за рахунок чистих заощаджень та капітальних трансфертів. Важливим складовим елементом структури інвестиційних джерел можуть стати заощадження населення. Саме на це треба спрямувати регулювальну роль держави. Залишки у вигляді строкових депозитів становлять інвестиційний потенціал населення.

Наявність значного розпорошеного інвестиційного ресурсу у вигляді особистих заощаджень зумовлює потребу посилення інвестиційної активності фізичних осіб. Це потребує:

- заохочення розвитку та розширення сфери діяльності інститутів спільного інвестування шляхом удосконалення нормативно-правової бази їхнього функціонування, проведення відповідної інформаційної політики щодо поінформованості потенційних інвесторів, поширення ефективних практик, оцінки надійності інвестиційних компаній тощо;

- організації випуску державних та муніципальних цінних паперів для продажу населенню із гарантованим рівнем доходності, надходження від яких спрямовуватимуться винятково на фінансування проектів розвитку;

- встановлення податкового кредиту для індивідуальних доходів громадян, вкладених у цінні папери інститутів спільного інвестування та державні цінні папери.

Разом із тим, економічне зростання на тлі інституціональної незбалансованості, сильної зовнішньої залежності та структурної вразливості економіки України може відновити сукупний фінансовий ризик. Особливу небезпеку становитимуть: високий рівень боргових зобов'язань на всіх сегментах ринку, в тому числі й державних зобов'язань; недостатній обсяг інвестицій; втрата окремих позицій вітчизняного експорту; більш жорсткі умови отримання зовнішніх кредитів.

Пріоритетність завдань технологічної модернізації зумовлює потребу доповнення інвестиційної політики спеціальними заходами щодо заохочення інноваційної діяльності суб'єктів господарювання. Для цього необхідно:

- звільнити від оподаткування прибутки підприємств, які спрямовуються на впровадження інноваційних технологій у соці-

ально значущих сферах (медична допомога, освіта, охорона правопорядку, служби екстреної допомоги тощо);

- упровадити механізм податкового та митного стимулювання учасників зовнішньоекономічної діяльності, операції яких сконцентровані в сегменті торгівлі та супроводу високо- та середньовисокотехнологічної промислової продукції, надання наукомістких та технологічно-орієнтованих послуг, імпорту обладнання, що не має вітчизняних аналогів за критеріями технологічності й ефективності;

- запровадити порядок створення інноваційних асоціацій як засобу концентрації виробничими підприємствами фінансових ресурсів та розподілу ризиків реалізації інноваційних проектів;

- розробити державну систему страхування ризиків інноваційної діяльності, зокрема спеціально створеною державною чи державно-приватною страховою компанією.

Грошово-кредитна розробляється з урахуванням основних засад грошово-кредитної політики Національного банку України на наступний рік.

Проведення грошово-кредитної передбачає визначення та відображення:

- основних напрямів, завдань, пріоритетів грошово-кредитної політики з урахуванням завдань фінансової та економічної стабілізації;

- засобів і заходів регулювання грошово-кредитного ринку, що застосовуються для реалізації основних напрямів та завдань грошово-кредитної політики;

- характеристики основних показників грошово-кредитної політики (грошової бази, грошової маси, рівня інфляції, рівня монетизації економіки, облікової ставки Національного банку України та рівня кредитних і депозитних ставок комерційних банків, доступності кредитів, залишку загальної заборгованості за кредитами в національній та іноземній валютах);

- характеристики кредитної діяльності Національного банку України та комерційних банків (обсяги кредитування за видами кредитів, у тому числі питома вага довгострокових кредитів, обсяги залучених коштів населення до банківської системи, спрямованість кредитних ресурсів за галузями економіки, джерела збільшення кредитних ресурсів);

- характеристики валютно-курсової політики та основних її показників (динаміки офіційного обмінного курсу гривні, режиму фіксованості обмінного курсу гривні, обсягів зовнішніх запозичень за напрямками фінансування, обсягів вкладів капіталу не-

резидентів у фінансовий ринок України, обсягів офіційних валютних резервів Національного банку України, порядку й обсягів здійснення валютних інтервенцій Національного банку України для підтримки гривні, обсягів виплат з обслуговування зовнішнього боргу, сальдо торговельного балансу);

- заходів щодо реформування та зміцнення банківської системи, підвищення ролі банківської системи у кредитуванні реального сектору економіки, в тому числі за галузями.

Основними завданнями грошово-кредитної політики передбачається:

- забезпечення стабільності грошової одиниці;
- підтримка цінової стабільності;
- посилення ролі відсоткової політики;
- підвищення курсової гнучкості гривні;
- підтримання загальної фінансової стабільності;
- посилення вимог до капіталу, фінансового становища банків та оцінювання ризиків їх діяльності;
- удосконалення правил проведення банківських операцій;
- розбудова механізмів роботи з проблемними активами тощо;

Виходячи з теоретичних концепцій, які є підґрунтям для проведення грошово-кредитної політики, основним об'єктом грошово-кредитного регулювання є сукупна грошова маса, від розміру якої залежить динаміка основних показників розвитку економіки.

Нині практично в усьому світі формування пропозиції грошей стало знаряддям проведення центральними банками грошово-кредитної політики, а основними інструментами її реалізації є норма резервування, облікова ставка та операції на відкритому ринку. Сучасний монетаристський підхід базується на тому, що зміни у пропозиції грошей мають винятково важливе значення для стимулювання ділової активності завдяки реалізації певної схеми грошових передавальних (трансмісійних) механізмів від процесу реалізації основних засад грошово-кредитної політики до конкретних напрямів стимулювання інвестицій, накопичення та розширеного відтворення.

Зміцнення національної грошової одиниці сприяє зростанню ефективності імпорту, розвитку інвестиційних процесів, першою чергою за рахунок іноземних інвестицій. Через те, що здешевлення долара підвищує привабливість інвестиційних проектів, це посилює зацікавленість і сподівання іноземних інвесторів на отримання більших прибутків. Разом із тим, зростання потоку іноземних інвестицій не відбувається у пропорціях, які відповідають знеціненню долара. Тому недостатньо

лише цього чинника для підвищення інвестиційної привабливості України.

Для економічного зростання та підвищення інвестиційної активності важливого значення набуває проблема зниження інфляції до певного рівня, а також інші заходи, застосування яких дасть змогу за значного підвищення цін досягти економічного зростання. Це можливо при проведенні політики контрольованої інфляції за одночасної структурної перебудови економіки через реалізацію інноваційно-інвестиційних проектів.

У жовтні 2008 року Україна зазнала впливу світової фінансової кризи, яка загострила внутрішні негаразди, що накопичувалися у вітчизняній економіці останніми десятиліття. Банки відчували серйозних проблем з ліквідністю, виникла паніка серед населення. На початку 2009 року скоротилися обсяги фінансування населення та приватний чинник, зупинилося фінансування основних стратегічних об'єктів, зокрема інвестиційних проектів.

У 2009 році грошово-кредитна політика здійснювалася за складних умов економічної й фінансової кризи і спрямовувалася на якнайшвидше подолання її наслідків. Значне зниження зовнішнього попиту на вітчизняну продукцію, згортання іноземних інвестицій, суттєве ускладнення доступу до зовнішніх фінансових ресурсів, необхідних для реформування економіки, спричинило падіння виробництва, експорту, зменшення всіх видів доходів, особливо валютних, зумовило труднощі з наповненням бюджету, перевищення попиту на іноземну валюту над її пропозицією. Це на початку року спровокувало девальваційні процеси, ажіотажні настрої у населення щодо купівлі валюти та вилучення коштів з банківської системи, що позначилося на ній у вигляді ослаблення, зменшення кредитування економіки, скорочення золотовалютних резервів Національного банку¹.

Розвиток макроекономічної ситуації в Україні у I кварталі 2010 року засвідчив поступове поширення ознак поживлення економіки. Водночас, зважаючи на те, що головною рушійною силою цього поживлення є позитивна кон'юнктура світових ринків, стійкість зазначених тенденцій залишається вельми сумнівною. Грошово-кредитна політика у 2010 році здійснювалася за умов посткризового відновлення економіки та створення надійної бази для економічного зростання в середньостроковій перспективі. Спад виробництва, який супроводжував кризові

¹ Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік схвалено рішенням Ради Національного банку України від 10 вересня 2009 року № 10.

процеси, припинився, стабілізувалася ситуація на валютному ринку, знизилися темпи інфляції. Національний банк і далі посилено працює над відновленням довіри населення до банківської системи.

Проте дієвість чинників економічного пожвавлення та ефективність використання їхнього стимулювального потенціалу безпосередньо залежать від здатності національної економічної системи адекватно сприймати та трансформувати їх у сприятливі умови для діяльності суб'єктів господарювання. Йдеться насамперед про несуперечливість грошово-кредитної політики орієнтирам економічного зростання, готовність грошово-кредитної системи до належного забезпечення зростаючої економіки ліквідними та фінансовими ресурсами, спроможність підтримувати відносно сприятливе фіскальне середовище та спрямовувати частину зростаючих бюджетних надходжень на цілі створення сприятливих умов для розвитку.

Основними напрямками державної грошово-кредитної політики в стимулюванні інвестиційних процесів в Україні мають стати дії щодо:

- створення правового механізму регулювання економіки, який забезпечить фінансово-кредитним установам належне місце в регулюванні інвестиційного процесу для поєднання фінансово-банківського та промислового капіталів;
- визначення державної політики щодо оподаткування фінансового капіталу, зокрема оптимізації податків на прибуток кредитних установ, які здійснюють кредитування інвестиційних проектів;
- урегулювання ризику та рівня прибутковості операцій, пов'язаних з інвестиціями, а також правових умов перетворення короткострокових фінансових ресурсів на довгострокові;
- розвитку фінансово-банківських установ, що здійснюватимуть інвестиційні операції, діяльність яких має зосереджуватися на фінансуванні інвестиційних проектів у пріоритетних напрямках розвитку економіки України;
- упровадження заходів, які забезпечать розвиток у часі банків зі створення фінансово-промислових груп та холдингів;
- запровадження механізму страхування інвестиційних ризиків банків з метою заохочення їх до надання довгострокових кредитів;
- залучення до активної інвестиційної діяльності суб'єктів різних форм власності й господарювання для розвитку національного виробництва та ринкової інфраструктури, створення інвести-

ційних нагромаджень, в якому має брати участь весь фінансовий капітал держави, в тому числі його тіньові форми.

За підсумками проведеної грошово-кредитної політики є підстави очікувати, що в поточному році розвиток банківської системи стримуватимуть такі чинники, як відносно високий рівень ризиків банків, особливо валютний і кредитний — через значну доларизацію активів банківської системи; операційний і регуляторний — через політичну нестабільність та мінливе нормативно-правове середовище; ризик ліквідності — через переважання короткострокових пасивів у структурі ресурсної бази і збереження ризиків її впливу, обмежених можливостей рефінансування зовнішніх запозичень; збереження великої частки неробочих активів через відкладені кредитні ризики за реструктуризації банками проблемної заборгованості; збереження низького рівня довіри внутрішніх і зовнішніх інвесторів та кредиторів до банківської системи, що обмежить можливості залучати додаткові фінансові ресурси на внутрішньому та зовнішньому ринках капіталу; низький рівень фінансування іноземними групами своїх дочірніх українських банків через високі кредитні і девальваційні ризики, через проблеми з ліквідністю самих материнських груп.

Ці обмеження визначатимуть консервативний характер управління активами і ресурсами банків, спрямоване на максимально можливе скорочення термінів розміщених коштів, накопичення високоліквідних активів і обережне кредитування на всіх сегментах кредитного ринку. Тим часом поступове поліпшення макроекономічних умов розвитку економіки може вможливити вже в найближчій перспективі посилення стимулювального характеру грошово-кредитної політики.

Реалізація такої політики має відновити довіру до банківської системи та відновлення і розширення кредитування економіки, що забезпечить участь держави у рекапіталізації банків, збільшить статутний капітал державних банків, започаткує програми інвестиційного кредитування окремих секторів економіки з використанням цільових кредитів, виділених для цього Національним банком комерційним банкам, забезпечить реальне гарантування вкладів громадян у банках.

Основними характеристиками відновлювальних процесів в економіці країни мають стати: збільшення попиту на гроші; зростання обсягів виробництва товарів та послуг, що формуватимуть пропозицію на внутрішньому ринку; покращання фінансового становища підприємств; зростання інноваційної складової; під-

вищення ділової активності населення; активізація кредитування банківською системою реального сектору економіки; проведення в бюджетній сфері політики, спрямованої на підтримання реального сектору економіки на фоні виважених дій щодо підвищення соціальних стандартів; посилення позитивної ролі держави в управлінні економічними процесами.

Надання тенденціям економічного поштовихування інвестиційного вектора, здатного закласти підвалини сталого довгострокового економічного зростання, вимагає цілеспрямованої інвестиційної політики, яка б сприяла зміцненню процесів генерування інвестиційних ресурсів в Україні, концентрації їх використання на пріоритетах, що сприяють максимально ефективній модернізації економіки відповідно до викликів, що постають у після кризовий період у світовій економіці, збільшенню частки інвестиційного спрямування доходів суб'єктів господарювання, громадян, держави. Ключовим завданням державної грошово-кредитної політики має стати формування мотиваційного механізму для суб'єктів господарювання, який заохочуватиме прийняття ними ефективних інвестиційних рішень.

Цільові орієнтири формування сприйнятливості економіки до позитивного впливу чинників економічного зростання вимагатимуть подолання депресивного стану, характерного в останні роки для грошово-кредитної політики України. На цих засадах грошово-кредитна політика має бути підпорядкована завданню підвищення конкурентоспроможності вітчизняної економіки на ґрунті забезпечення фінансової стабільності та максимальної задоволеності потреб суб'єктів господарювання у фінансових ресурсах. Ідеться про необхідність ухвалення пакета регуляторних рішень, які мають відкрити шлях якісному поліпшенню керованості грошово-кредитною сферою на засадах максимального використання ринкових фінансових інструментів.

2.3. Фіскальні інструменти регулювання інвестиційного процесу

С. В. Онишко

Фіскальна політика у багатьох країнах світу давно стала одним із вагомих інструментів регулювання інвестиційної активності. Її роль особливо зростала за умов, коли економіки тих чи інших країн опинялися у стадії серйозного спаду та рецесії. Не є

винятком й останні роки першого десятиліття XXI ст., коли економіки багатьох країн світу вступили у фазу та відчули наслідки однієї із найсерйозніших, від часів Другої світової війни, фінансово-економічної кризи. Обсяги фіскальних заходів, що їх було вжито окремими країнами світу, коливалися у межах 2—5 % їх ВВП. Так, США у 2008—2010 роках реалізують таких заходів в обсягах 5 % їхнього ВВП станом на 2008 рік. При цьому внесок зниження податків та проведення інших податкових заходів оцінюється у понад 3 % ВВП. Подібна ситуація була характерна для Кореї, а в Новій Зеландії цей показник перевищував 4 % ВВП. У Канаді, Фінляндії, Чеській Республіці та Німеччині внесок податкових заходів коливався у межах 2—3 % їхніх ВВП станом на 2008 рік¹. Слід зазначити, що більшість європейських країн з метою стимулювання економічного зростання знизили ставки основних податків. Виняток становить лише податок на додану вартість, оскільки при обговоренні у грудні 2008 року Європейського плану відновлення економіки міністри фінансів зони євро виступили проти загального зниження цього податку.

Що стосується України, то Національним інститутом стратегічних досліджень були наведені дані, які є результатом міжнародних досліджень, згідно з якими підприємці України за рік сплачують 147 податків, тоді як у Росії — 11, Польщі — 40, США — 10, Чехії — 12, Білорусі — 107, Франції — 7, Китаї — 7². До цього слід додати, що Україна зараз, за даними Звіту Світового банку та IFC «Інвестиційний клімат в Україні», що ґрунтується на результатах дослідження, проведеного у 2008—2009 роках серед майже 3100 підприємств та приватних підприємців України, посідає 181 місце серед 183 країн світу за умовами сплати податків. Витрати часу на виконання обов'язкових податкових процедур, таких як ведення податкового обліку, підготовка та подання звітності, сплата податків та інші відповідні податкові операції становлять основну частку витрат, пов'язаних із дотриманням податкового законодавства. Для порівняння: якщо у 2007 році українське підприємство, згідно з даними Звіту Світового банку, витратило 1335 людино-годин на дотримання податкового законодавства, а найменші за обсягом доходу підприємства — в середньому 826

¹ Нікітішин А. Податкове регулювання як інструмент подолання та запобігання негативним наслідком фінансово-економічної нестабільності / А. Нікітішин // Економіст. — 2010. — № 11. — С. 6.

² Українські підприємці платять найбільші податки у світі [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.pwc.com

годин на рік, то, наприклад, у Новій Зеландії малі та середні підприємства витрачають менше 77 годин на рік, а у Південно-Африканській Республіці — 150—260 годин на рік¹.

Безумовно, сформована в Україні ситуація далека від заохочення створення сприятливих умов для поліпшення інвестиційного клімату, розвитку малого і середнього бізнесу. Разом із тим становищем сфери інвестиційної активності в Україні вимагає дієвих кроків щодо її покращання. Попри зростання обсягів інвестицій, що було характерним упродовж 2000—2008 рр., коефіцієнт придатності основних фондів у 2009 році не досяг навіть 50 %. Саме тому за сучасних економічних умов, коли особливого значення набуває питання формування дієвого інвестиційного механізму, покликаного забезпечити економічний поступ і заохочувати як внутрішні, так і зовнішні інвестиції, значна кількість фіскальних заходів має спрямовуватися саме на поліпшення інвестиційного клімату, формування інвестиційних ресурсів з подальшим ефективним розміщенням їх.

При цьому, зважаючи, що зміст конкретних фіскальних заходів має визначатися чіткою фіскальною політикою, що являє «використання урядом витрат і податкової політики для стимулювання чи стримування економічної активності»², важливим є використання фіскальних інструментів у комплексі для досягнення поставлених цілей. Акцентування уваги на необхідності такого поєднання є вкрай важливим. На жаль, за вітчизняних умов практичне використання засад фіскальної політики не набуло належного завершення і часто обмежується лише засадами податкової політики внаслідок ототожнення конкретного змісту і наповнення цих видів політики. Головним чином це можна пояснити тим, що вирішальними завданнями податкової політики визнаються саме фіскальні — мобілізація грошових коштів у бюджеті всіх рівнів для забезпечення держави коштами, необхідними для виконання її функцій. Неправомірність такого обмеження вже можуть доводити й інші завдання, котрі стоять перед податковою політикою. Серед них: регулювальні, спрямовані на підвищення рівня економічного розвитку держави, піднесення ділової та підприємницької активності в країні і міжнародних економічних зв'язках, сприяння розв'язанню соціальних проблем, а також контролю, за яких здійснюється контроль за діяль-

¹ Проект IFC «Інвестиційний клімат в Україні» // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.ifc.org/ukraine/ic

² *Byms Ralph T. Economics / Ralph T. Byms.* — [Thed ed.]. — London: — Gerald W. Stope. 1986. — P. 199.

ністю суб'єктів економіки¹. Ефективність управління податками, що має забезпечити справедливість і неупередженість розподілу суспільного багатства між громадянами й територіальними громадами має особливу актуальність. Однак саме бюджет, як інтегроване відображення соціально-економічних, політико-ідеологічних і етико-нормативних питань², має особливі функції в управлінні соціально-економічною сферою. Відтак, не просто зведення окремих видів фінансової політики (бюджетної і податкової), кожна з яких окремо має обмежені можливості, й особливо в країнах із недостатньо розвиненими ринковими відносинами та демократичними цінностями, а органічне злиття їх у межах фінансової політики та об'єднання на цій основі різних методів регулювання, у специфічний метод регулювання здатні забезпечити ефект синергії менеджменту і суспільного розвитку.

Розроблення адекватних фінансових заходів і використання відповідних фінансових інструментів мають підпорядковуватися забезпеченню реального економічного поступу на базі потужного припливу інвестицій та одночасно вмотивованого впровадження інновацій. Ці концептуальні напрями економічної стратегії потребують постійної уваги, принаймні, двох причин. Одна з них — очікування нової хвилі кризових явищ. Зокрема, на думку Нобелівського лауреата Дж. Стігліца, під такою загрозою перебуває Європейська економіка, а в США, за прогнозами професора Нью-Йоркського університету Н. Рубіні, імовірність повторної рецесії становить 40 %. Інша — в неминучості розгортання криз у принципі, що переконливо доводить світова економічна думка.

Модернізація інвестиційного процесу в Україні органічно пов'язана, по-перше, з вибором і механізмом застосування конкретного інструментарію впливу на його активізацію й ефективність, і, по-друге, безпосередньо зі структуруванням інвестиційного процесу, що вимагає стимулювання не просто обсягів інвестицій, а й пошуку нових критеріїв їх розподілу і використання. Сьогодні основні акценти треба ставити на розподілі обмежених ресурсів у контексті його майбутніх наслідків для розв'язання проблем економічного зростання, активізації економічної діяльності суб'єктів господарювання, наповнення бюджету, тобто провідним постає не просто принцип достатності інвестицій. Не відкидаючи його, важливо від початку нового

¹ *Налоги и налогообложение* / Под ред. М. В. Романовского, О. В. Врублевской. — СПб.: Питер, 2003. — 576 с.

² *Юрій С. І. Концептуальні засади сутності бюджету* / С. І. Юрій // *Фінанси України*. — 2001. — № 10. — С. 4.

посткризового етапу розвитку реально посилити акценти на принципі економічної доцільності, отриманні максимально можливого ефекту з огляду на досягнення стратегічної мети — забезпечення сталого економічного поступу. Потрібні зміни глибшого, сутнісного характеру, що багато в чому ґрунтуються на новій системі уявлень про майбутній розвиток, передусім пов'язаних з інноваціями.

В економічній теорії загальноновизнаним є віднесення фіскальної політики до тих суспільних інститутів, які суттєво визначають фінансове становище держави та суб'єктів господарювання, а за умови активного впливу на економічні процеси перетворюється на фундаментальний чинник економічного зростання. Необхідність подальшого економічного поступу за рахунок його якості природно передбачає й зміну вектора фінансових реформ також у напрямі забезпечення їхнього якості. Актуалізується завдання модернізації як стратегічних завдань і орієнтирів у сфері фіскальної політики, так і повсякденної роботи з розбудови системи складних фінансових відносин, що виникають у процесі формування і використання державних фінансів.

Практика переконливо доводить неефективність разових фіскальних заходів для розв'язання довгострокових завдань. З одного боку, зміни і доповнення до чинного законодавства, якими на початку 2005 року були скасовані податкові пільги; запровадження Україною практики стягнення ПДВ на імпорт нафти з Росії (яка стягувала ПДВ з експортованої нафти, але припинила це робити 2005 року.); зміни в керівництві на головних напрямках роботи ДПА та митниці, а також антикорупційна програма Державної митної служби («Контрабанда-стоп»), яку було проведено на початку 2005 року, та деякі інші, хоча й привели до позитивних темпів приросту надходжень (порівняно з відповідним періодом попереднього року) до бюджетів усіх рівнів, незважаючи на вповільнення темпів економічного зростання, але, з іншого — забезпечили лише одноразовий результат і не сприяли ефективності податкових відносин загалом.

Якщо проаналізувати податкову систему на предмет відповідності критеріям оптимальності, можна констатувати, що жоден елемент цієї системи таким критеріям не відповідав¹. Податкове адміністрування — конче витратне і трудомістке, податкове законодавство — заплутане і суперечливе, податкова структура —

¹ Швабій К. І. Методологічні підходи до розробки Податкового кодексу України / К. І. Швабій // Актуальні проблеми економіки. — 2006. — № 1. — С. 54—64.

складна і кумулятивна («податки на податки»), податкові механізми — деструктивні.

Сформовані тенденції при використанні бюджетних ресурсів як іншої складової фіскальної політики також не сприяють забезпеченню економічного поступу в Україні. Про це, зокрема, свідчить динаміка видатків Зведеного бюджету України першого десятиліття ХХІ ст. (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

**ДИНАМІКА ВИДАТКІВ ЗВЕДЕНОГО
БЮДЖЕТУ УКРАЇНИ (% ДО ВВП)***

Видатки на:	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Загальнодержавні функції	4,6	3,8	3,7	3,6	3,5	3,7	3,4	3,3	3,6
Оборона	1,7	1,6	2,0	1,8	1,3	1,1	1,3	1,2	1,1
Громадський порядок, безпека, судова влада	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,6	2,9	2,7
Економічна діяльність	3,4	3,2	4,6	5,7	4,4	5,0	5,8	5,7	4,6
Охорона навколишнього середовища	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Житлово-комунальне господарство	0,8	0,6	0,7	0,8	0,9	1,5	0,8	1,0	0,8
Охорона здоров'я	3,2	3,3	3,6	3,5	3,5	3,6	3,7	3,5	4,0
Духовний та фізичний розвиток	0,6	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8
Видатки на:	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Освіта	4,8	5,4	5,6	5,3	6,1	6,2	6,1	6,4	7,3
Соціальний захист та соціальне забезпечення	5,7	5,6	4,9	5,6	9,1	7,6	6,7	7,8	8,6
Усього	27,2	26,7	28,3	29,7	32,1	32,2	31,6	32,9	34,0
Темпи зміни ВВП (до попереднього року)	109,2	105,2	109,6	112,1	102,7	107,3	107,0	102,1	84,9

* Джерело: Складено автором за даними: Капітальні інвестиції за джерелами фінансування / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Від 2001 року обсяг державних витрат в Україні постійно зростає, спричиняючи значний тиск на державні фінанси. При цьому можна виокремити два етапи щодо інтенсивності зміни рівня витрат у ВВП: перший — від 2001-го по 2006 року — останній передкризовий рік, коли обсяг витрат у середньому становив 27,0 %; другий — 2006—2009 роки, коли, незважаючи на погіршення динаміки ВВП, середній рівень бюджетних видатків у ВВП сягнув 32,8 %. Так, якщо середній темп зростання ВВП у першому періоді становив 107,6, то у другому — лише 98,0 %.

Однак це лише кількісний бік даних процесів. Не менш важливими є якісні показники, що відображаються в конкретних напрямках використання бюджетних видатків та загалом розподілу ВВП за доходами. Питання результативності політики видатків — це передовсім питання оптимального розподілу ресурсів між накопиченням і споживанням, між поточними і перспективними потребами, між складовими людського та уречевленого капіталу. Щодо останнього слід зазначити, що споживацька модель розвитку, яка особливо увиразнилася від 2005 року через зростання рівня заробітної плати у ВВП та відповідно скорочення питомої ваги валового прибутку, досягла пікового рівня у I кварталі 2009 року і становила 53,8 %, що на 23,2 % перевищило частку валового прибутку. Відбулося зниження валового нагромадження основного в структурі ВВП як головного чинника структурних змін реального сектора економіки.

Щоб дійти певних висновків стосовно ефективності такої політики, важливо зробити відповідні узагальнення й щодо напрямів використання бюджетних ресурсів у межах виокремлених періодів. Адже, як уже зазначалося, виправданими можна визнати певні диспропорції щодо такого використання, якщо вони спрямовані на перспективу забезпечення стабільного економічного поступу.

У контексті першого виокремленого періоду, увагу привертає зорієнтованість видатків бюджету на споживання та фінансування за їх рахунок низки неефективних субсидій і нецільових програм. Капіталовкладення суттєво зменшилися. Крім того, суттєво частина цих видатків становили так звані «капітальні трансферти підприємствам». Понад 60 % їхнього обсягу становили субсидії державним підприємствам або трансферти урядовим бюджетотримувачам (Міністерству аграрної політики, Міністерству енергетики). Такий підхід призвів до того, що на інвестиції в інфраструктуру залишалося трохи більше 2 % ВВП, тобто така

надзвичайно важлива сфера державних видатків як інфраструктура не стала пріоритетною.

Крім цього, державні інвестиції в Україні систематично здійснюються не в повному обсязі.

Наявна в Україні розмитість багатьох понять та критеріїв становить одну із суттєвих перешкод якості економічного зростання. Кілька прикладів у цьому контексті. Законом України «Про Загальнодержавну комплексну програму розвитку високих наукоємних технологій» передбачалося інтенсивне інвестування високотехнологічного виробництва. Однак всі переваги підтримки наукоємних технологій державою і створення відповідного середовища (інфраструктури) фактично нівелювала відсутність в законі чи окремому підзаконному акті визначення показника «наукоємність». За багаточисельності документів (понад 150), присвячених інноваційній діяльності та економічним методам і важелям її здійснення, вони не пов'язані в єдину систему ані за мірою узгодженості між собою, ані за програмами соціально-економічного розвитку, ані за засадами економічної політики та її окремими складовими. Не є вони законами і для виконання. Поширилася практика щорічно з прийняттям чергового бюджету, відміняти ухвалені раніше закони чи встановлювати мораторій на їх окремі статті.

Уже тривалий час в Україні панує хибна система стратегічних цінностей, не тоді як у світі переважає п'ятий і активно формується шостий технологічний уклад, в Україні технологічне ядро її економіки становить третій і четвертий уклади. За оцінками експертів, лише 4,5 % інвестицій спрямовується на підприємства п'ятого рівня, що надає процесам відставання в економічному розвитку України якостей незворотності. На жаль, навіть проголосивши в Законі України «Про Загальнодержавну комплексну програму розвитку високих наукоємних технологій» важливість збільшення до 2013 року обсягів виробництва п'ятого технологічного укладу з 5 % до 12 %, а четвертого — з 1 % до 3 %, ці завдання фактично не були підкріплені конкретними механізмами і стимулами в жодному документі.

У контексті вибору обґрунтованих пріоритетів сутність критерію належності до технологічних укладів полягає в тому, що держава має підтримувати діяльність підприємств залежно від рівня їхнього технологічного укладу: вищі технологічні уклади потребують підтримки держави за рахунок тих підприємств, що належать до нижчого рівня такого укладу. Саме показник «технологічний уклад» можна і необхідно використовувати як

аналітичний критерій визначення видів економічної діяльності, що потребують державної підтримки. Для цього важливо провести структурування Класифікатора видів економічної діяльності за рівнями технологічних укладів. У бюджетному процесі мають розглядатися лише ті види економічної діяльності, які належать до четвертого, п'ятого та шостого технологічних укладів, а їхні конкретні механізми мають враховувати специфіку розроблень й очікувані результати.

Щодо характеристики окремих тенденцій виокремленого нами другого періоду (2007—2008 роки), бюджетні інвестиції в основний капітал зросли до 2,3—2,5 % ВВП, проте у більшості постсоціалістичних країн вони перевищують 4 % ВВП та спрямовуються насамперед на створення сучасної інфраструктури. Значні обсяги поточних бюджетних трансфертів населенню у 2005—2008 роках призвели до прискореного зростання платоспроможного попиту за умов, коли виробництво не встигало збільшувати обсяги пропозиції товарів та послуг, а отже — до посилення інфляційних процесів. Зростала частка соціальних видатків, водночас їхні частки на формування людського капіталу (зокрема на освіту) збільшувалися за рахунок плати споживачів або залишалися майже на незмінному рівні (видатки на охорону здоров'я).

Стосовно фінансування видатків на економічну діяльність спостерігається нестабільність. І далі переважає множинність програм державної підтримки. Як наслідок — розпорошування державних коштів, недофінансування окремих запланованих заходів та нерозв'язність проблеми вибору пріоритетів.

Практика доводить, що капітальні видатки державного бюджету зменшуються, тоді як поточні витрати, соціальні трансферти, що фінансуються за рахунок коштів державного бюджету, неухильно зростають (рис. 2.3, 2.4). Це свідчить про необхідність поряд із якісним аналізом ефективності використання капітальних видатків державного бюджету здійснити відповідні пенсійну реформи пенсійної системи та соціального і медичного страхування з метою створення умов для скорочення соціальних видатків державного бюджету.

Слід також наголосити подальше неефективне використання коштів, що надійшли від приватизації державного майна. Ці кошти витрачаються не на інвестиції, а на фінансування дефіциту державного бюджету або виконання поточних соціальних зобов'язань. Нагальним є завдання заборонити використання надходжень від приватизації державного майна на фінансування дефіциту державного бюджету (ст. 15 п. 2. Бюджетного кодексу

України) або соціальні виплати, дозволивши використання їх тільки на державні інноваційні проекти чи інвестиції.

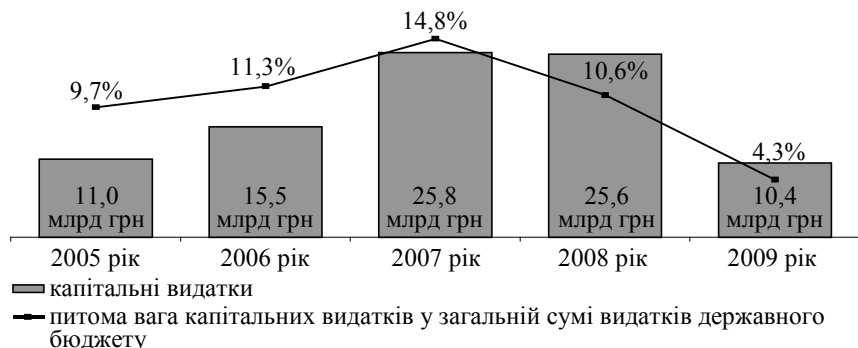


Рис. 2.3. Капітальні видатки Державного бюджету України за 2005—2009 роки

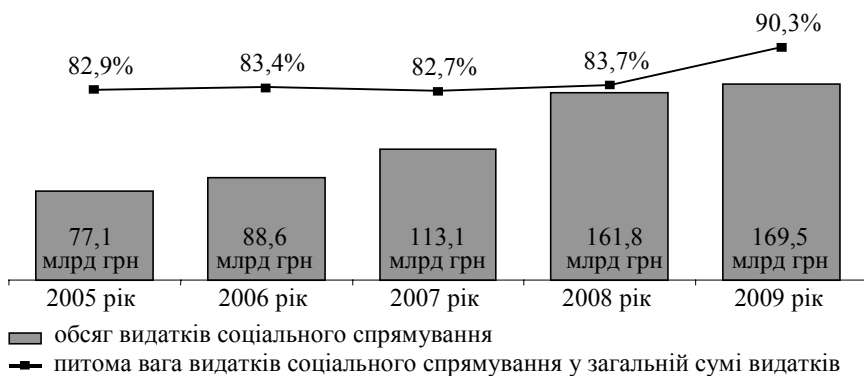


Рис. 2.4. Видатки соціального спрямування загального фонду Державного бюджету України у 2005—2009 роках

У зв'язку з цим існують вагомі підстави вести мову про негативні імпульси з боку державних фінансів на фінансове становище держави та суб'єктів господарювання, про зниження потенційних можливостей впливу держави на економічні процеси. Затягування із цілеспрямованими та послідовними діями в системі формування державних фінансів загрожує подальшими деструктивними змінами і, як результат, — зростанням масштабів загроз щодо перспектив розвитку економіки.

У Концептуальних основах стратегії економічного і соціального розвитку України на 2002—2011 роки, зокрема, прямо наго-

лошується, що у формуванні інвестиційного потенціалу особливу роль відіграють відновлення інвестиційного потенціалу держави, щорічне виділення централізованих капітальних вкладень у розмірі не менш як 1,5—2,0 % від ВВП, спрямування бюджетних коштів на фінансування державних цільових програм і використання їх лише на конкурсних засадах через механізми кредитування Державного банку реконструкції та розвитку¹. Це вимагає й прийняття адекватних рішень у сфері бюджетно-податкової політики. У світлі сформованого завдання постає питання: які першочергові заходи з удосконалення фіскальної політики мають бути реалізовані відповідно до поставлених стратегічних пріоритетів розвитку? Утім, попри широке обговорення окремих проблем бюджетної та податкової політики як базових засад формування державних фінансів, практично залишається нерозкритим напрям, пов'язаний із забезпеченням якості економічного зростання, у ліпшому разі має місце фрагментарність такого розкриття. Подібна різновекторність завжди слугувала причиною неефективності здійснених кроків. Звідси завдання відпрацювання системного підходу до розроблення і впровадження по-справжньому ефективних інструментів із чіткою цільовою спрямованістю. Проголошення нової парадигми вимагає, щоби фіскальні нововведення не зводилися лише до появи нових чи вдосконалених інструментів наповнення бюджету. Важливим є зворотний зв'язок, коли доходи бюджету не просто є підґрунтям (джерелом) забезпечення економічного зростання, а й розцінюються та обґрунтовуються як результат (наслідок) практичного втілення якості зростання. Недопустимою ситуація за якої наявність досягнутих результатів (у нашому випадку отриманих бюджетних надходжень) хоча й забезпечує достатній ґрунт для подальших дій, проте ослаблює стимули щодо отримання майбутніх результатів. Адже коли витрати від застосування чинних правил (законів) перевищують зиск у вигляді стабільності функціонування економічної системи, відбувається перехід до поведінки невизначеності, що є параметром пасивної політики. У цьому контексті з'являється можливість по-іншому розцінити доцільність тих чи інших пропозицій щодо перспектив фіскальної політики. Навіть незважаючи на те, що окремі з них здатні спричинити у середньостроковій перспективі певний бюджетний дефіцит, за умови наближення фіскаль-

¹ Європейський вибір. Концептуальні засади стратегії економічного та соціального розвитку України на 2002—2011 роки: Послання Президента України до Верховної Ради України від 30.04.2002 р. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: Система інформаційно-правового забезпечення ЛІГА: ЗАКОН.

ної системи до її оптимальних характеристик вони можуть бути розцінені як рух до підвищення якості економічної політики. Пряма ув'язка використання бюджетних коштів із вимогами, що характеризують економічний розвиток і його якість та формалізовані у програмах, стандартах, регламентах тощо — це стратегічний напрям розвитку загального сектору державних фінансів.

Результативність використання бюджетних ресурсів, як свідчить досвід інших, у тому числі розвинених країн, значною мірою досягається завдяки переходу від управління бюджетними витратами до управління бюджетними результатами. Управлінська технологія, що забезпечує цей перехід, дістала назву бюджетування. Закладена в ньому орієнтація на результат ґрунтується на співвіднесенні фінансових ресурсів (доходів бюджету) із результатами діяльності держави. Посилення взаємозв'язку цілей та пріоритетів з фінансовими ресурсами, окрім іншого, робить прозорими як цілі держави, так і засоби, за допомогою яких вони досягаються, що в підсумку дозволяє отримати максимальний ефект.

Хоча основна частка інвестицій має надходити із приватного сектору, уряд має відігравати ключову роль у просуванні цих приватних капіталовкладень та у забезпеченні базової інфраструктури, якою може користатися приватний сектор. Уряду також необхідно інвестувати в людський капітал з метою вдосконалення технічної підготовки робочої сили та досягнення вищого рівня продуктивності праці. Інвестування у виробничу інфраструктуру та людський капітал — це головний компонент економічного поступу й ефективного використання ресурсів країни на шляху до європейського рівня життя. Проте, як уже зазначалося, ефективно використовувати кошти на цих напрямках урядові не вдається. Із погіршенням стану базової інфраструктури зростає потреба у державних інвестиціях.

За найприблизнішими оцінками фахівців Світового банку, розмір необхідних державних інвестицій може перевищити 100 мільярдів доларів США протягом наступних 10 років. На такому тлі обсяг державних капітальних видатків (4—5 % ВВП) видається надто малим, особливо коли близько третини їх витрачають на субсидії державним і приватним підприємствам, а державні інвестиції систематично здійснюються не в повному обсязі.

У контексті викладеного можна зробити важливий методологічний висновок: щоб відкрити шлях до використання фіскального потенціалу стимулювання інвестицій, мову треба вести, по-

перше, не просто про реалізацію конкретних фінансових заходів, а про формування фінансового простору, який згідно з одного із визначень Нового тлумачного словника української мови, дає можливість вільно розвиватися, виявитися якомога повніше¹, та, по-друге, не про окремі інвестиції, а про забезпечення інвестиційного процесу як сукупності послідовних дій, засобів, спрямованих на досягнення певного результату, мети.

Фінансовий простір для нагальної модернізації та створення нової інфраструктури можна забезпечити шляхом раціоналізації різних програм видатків через спрямування ресурсів від неефективних програм на продуктивні інвестиції. Так, для соціальних програм фінансовий простір можна створити, поліпшивши їхнє впровадження з наявним обсягом фінансування та/або мобілізувавши ресурси у випадку реального підвищення ефективності. Фінансовий простір для інвестування у людський капітал можна забезпечити шляхом ефективнішого використання ресурсів у системах охорони здоров'я й освіти. Для підвищення ефективності в цих секторах необхідно переглянути їхні фінансові та адміністративні відносини з державою. Ці відносини мають неабияке значення для фінансування та регулювання значної частини освітніх та медичних послуг в Україні, але з огляду на необхідність ефективнішого витрачання коштів деякі їхні аспекти потребують реформування.

Стосовно створення фінансового простору економічної підтримки окремих секторів, галузей економіки неприпустимим є відрив від показників зворотного зв'язку з ефективністю розвитку. Так, порівняно з іншими державами Україна має високий рівень фінансової підтримки сільського господарства (навіть вищий, ніж у деяких країнах ОЕСР), причому дедалі більшу її частку становлять субсидії. Державна підтримка сільського господарства є дорогою. Однак головне полягає в тому, що субсидії справляють мізерний вплив на продуктивність сільського господарства. Крім того, фінансові субсидії в аграрній сфері створюють нерівність, бо вигідні переважно для великих виробників. Підтримку сільського господарства необхідно перемістити з нинішніх неефективних фінансових субсидій на продуктивні інвестиції та програми, що сприяють розвитку конкуренції: програми науково-технічного розвитку, програми розширення, розвитку сільських територій, контролю над захворюваннями тощо. Пара-

¹ Новий тлумачний словник української мови: У 3-х т. — К.: Видавництво «Аконіт». — Т. 3. — С. 53.

лельно, державна підтримка цього сектору економіки має орієнтуватися на розвиток ринку (земельна реформа, кадастр і реєстр) і програми, здійснювані у співпраці з приватним сектором. Зміни мають супроводжуватися скасуванням заходів, які призводять до спотворення ринку, таких як контроль за цінами, обмеження переміщення сільськогосподарської продукції між областями тощо. Вважається, що за рахунок скасування найбільш неефективних субсидій у окремих секторах економіки можна заощадити значні обсяги ВВП, використавши частину отриманих внаслідок цього заощаджень на фінансування запропонованих урядом реформ і підвищення низького рівня капіталовкладень (із наданням пріоритету продуктивним інвестиціям).

Тобто назагал при розбудові фіскального простору необхідним є співвіднесення потенційної віддачі фіскальних стратегій та можливих ризиків — втрати не лише інвестиційного доходу, а й власне бюджетних ресурсів. Як відомо, будь-яке вкладання коштів з метою отримання доходу вимагає розгляду питання співвідношення ризику та доходу. Не можуть бути винятком і вкладання, здійснювані за рахунок бюджетних коштів, хоча вони допускають отримання інших видів ефектів, а не лише економічного. Загальновизнана наявність таких залежностей: чим вищою є ризикованість вкладень, тим більшим має бути дохід як результат успіху цього проекту. І чим надійнішими є вкладення, тим більшими є гарантії його успіху, тим нижчою є потенційна доходність. За інших однакових обставин, а також припускаючи, що країни мають намір здійснювати належним чином структуровані програми державного інвестування (тобто спрямовані на продуктивні інвестиції), програма, що фінансує відносно великі державні капітальні інвестиції за умов відносно великого фіскального дефіциту, може вважатися програмою із високим ризиком/високою віддачею. Азійські «тигри» пішли саме таким шляхом. З іншого боку, якщо тієї ж самої мети можна досягти, надавши можливість приватному сектору задовольняти інвестиційні потреби (припустімо, що уряд для цього створив належні умови), така стратегія належатиме до категорії «низький ризик/велика віддача». Центральноевропейські країни намагалися йти саме цим шляхом, бо вони вже були напередодні вступу до ЄС, що дозволило їм залучити великі обсяги приватних інвестицій. Якщо державна інфраструктура перешкоджає економічному зростанню, скорочення поточних видатків неможливе; стратегія в такому разі полягатиме в підтримці низького рівня дефіциту коштів за рахунок відносно незначних капітальних витрат: така політика

матиме низький ризик/низьку віддачу. Цим шляхом пішли країни, які через брак коштів не могли достатньою мірою раціоналізувати свої видатки й не мали передумов для впровадження ефективних програм державного інвестування. Встановлені залежності висвітлюють глибинні аспекти проблеми, що розглядається.

Шукаючи свою модель, Україні слід враховувати досвід інших країн. Ті з них, що пройшли тривалий шлях економічного піднесення, успішно використовували різні варіанти інвестування інфраструктури, а також надання суспільних благ і послуг з боку державного та приватного секторів. Азійські «тигри» (Малайзія, Сінгапур, Таїланд, Південна Корея) схилилися до державного інвестування (в середньому 5—10 % ВВП).

Відтак, бюджетна політика має набути інвестиційної орієнтації. Сьогодні, на жаль, бюджетним видаткам на інвестиційні потреби приділяють недостатньо уваги, особливо при визначенні короткострокових цілей бюджетної політики. Однак, як зазначає В.Федосов, «саме бюджетні інвестиції сприяють розвитку економіки, розширюють попит і тим самим стимулюють економіку»¹. При цьому до бюджетних інвестицій відносять видатки з державного та місцевого бюджетів, які спрямовуються на фінансування державних цільових програм економічного, науково-технічного, соціального розвитку, на програми розвитку окремих регіонів, галузей економіки, на фінансування інвестиційних проектів та на придбання частини акцій чи прав участі в управлінні підприємством². Інвестиційні витрати бюджету належать до складу важливих фіскальних інструментів забезпечення інвестиційного процесу. Разом із тим, на думку переважної більшості науковців, бюджетні інвестиції менш ефективні порівняно з приватними. Це накладає певний відбиток на механізм їх вкладання, бо обмежує їх тими напрямками, що забезпечують стратегічне значення для держави.

Та все одно найефективнішими в арсеналі фіскальних інструментів впливу на інвестиційний процес у світі визнано податкові. Використання регульовальних ефектів податкових інструментів є прикладом позитивного впливу урядів багатьох країн на інвестиційну активність. Правила оподаткування відносять також до тих важливих чинників, що забезпечують привабливість країни до

¹ Федосов В. М. Бюджетний менеджмент: Підручник / Федосов В., Опарін В., Сафорова Л. — К.: КНЕУ, 2004. — С. 205. — 864 с.

² Затонацька Т. Г. Бюджетне інвестування: теорія та практика: монографія / Т. Г. Затонацька. — К.: НДФІ, 2008. — С. 51. — 336 с.

іноземних інвестицій, які суттєво визначають рівень економічного розвитку практично кожної із країн, при цьому ці правила не обмежуються ставками податків. Як свідчать результати досліджень, проведених багатьма фахівцями, основного значення тут набувають стабільність, простота податкової системи та механізм адміністрування податків, тобто йдеться про формування податкового простору як невіддільної важливої частини загального фіскального простору.

Аналізуючи обсяг прямих іноземних інвестицій в Україну, можна констатувати їх зростання, особливо впродовж 2005—2007 років, що пояснюється сприятливою загальноекономічною ситуацією того періоду. Разом із тим Стратегію економічного та соціального розвитку України на 2004—2015 років. проголошено необхідність їх зростання до 35—40 млрд дол. США, то за три квартали 2010 року їх надійшло лише 3,4 млрд дол. США. Необхідність змін у цьому напрямі очевидна, як очевидна й потреба активізації державного впливу на ці процеси. Якщо проаналізувати динаміку прийнятих рішень щодо іноземного інвестування, доведеться зазначити відсутність чіткої державної стратегії. В окремі періоди стимулювальні заходи були особливо масштабними. Наприклад, згідно із Законом України «Про оподаткування прибутку підприємств» від 28 грудня 1994 року прибуток підприємств з іноземними інвестиціями, зареєстрованих до набуття чинності цим законом, не підлягав оподаткуванню впродовж 5 років. Законом України «Про режим іноземного інвестування» від 19 березня 1996 року також передбачалася низка, спрямованих на створення сприятливого інвестиційного середовища, державних гарантій іноземним інвесторам. Проте від 1998 року були позбавлені пільг усі спільні підприємства. Подібна нестабільність, а також суперечливість окремих норм законодавства, насамперед податкового, виявилися перешкодою для залучення іноземного капіталу. Обсяги прямих іноземних інвестицій у період 2000—2004 років були вкрай незначними. Особливо негативною ситуація виглядала на тлі інших країн з перехідною економікою, які суттєво знизили ставки оподаткування прибутків компаній для стимулювання інвестиційної діяльності. Водночас, як показав подальший досвід, низький рівень податкових ставок не став вирішальним для розв'язання проблеми іноземного інвестування. Понад те, за результатами досліджень вітчизняних фахівців, країни з низькими ставками податків виявилися аутсайдерами в рейтингу економічної конкурентоспроможності країн. А. Пересада також вважав, що «спроби залучати інвесторів унас-

лідок застосування особливих пільг, звільнень від оподаткування та впровадження вільних від оподаткування зон — політична помилка». Вони зменшують обсяги податкових надходжень до бюджету, а також стимулюють корупцію та тіньову економіку¹.

Очевидним є висновок, що стабільність законодавчого податкового поля є вирішальним стимулом для залучення вітчизняних і зарубіжних інвесторів. А в підсумку це лише підтверджує наш висновок щодо важливості формування фіскального простору як результату комплексу виважених заходів, ґрунтованих на зіставленні понесених втрат з очікуваними результатами. За такого підходу будуть враховані й інші чинники, здатні вплинути на ефективність тих чи інших заходів. Крім того, вкрай важливо враховувати часовий лаг як щодо отримання певного ефекту, так і щодо терміну дії реалізованого заходу. Так, дослідження, здійснені окремими фахівцями, засвідчують, що оптимальний період дії податкової пільги становить чотири роки².

З іншого боку, очевидно є результативність виваженої державної політики, що проводиться багатьма розвиненими країнами у плані відповідного застосування податкових важелів стосовно внутрішніх і зовнішніх інвестицій. У цьому контексті найрезультативнішою така політика є тоді коли йдеться про комплекс стимулювальних фіскальних заходів щодо забезпечення інвестиційного розвитку на інноваційній основі. До такого комплексу заходів можуть входити прискорена амортизація, податкова знижка, податковий кредит, податкові канікули, зменшення рівня податкової ставки тощо.

В Україні на відміну від багатьох країн світу не застосовують прискореної амортизації основних засобів. Такі умови оподаткування прибутку негативно впливають на інвестиційні рішення підприємств, а отже, підривають підвалини інноваційного розвитку економіки. Підприємства не мають змоги вчасно покривати витрати, необхідні на оновлення основних засобів та запровадження новітніх технологій. Тут слід зазначити, що використання цього інструменту є прикладом позитивного впливу урядів багатьох країн на інвестиційну активність підприємств. Разом із тим в Україні, по-перше, високий рівень зношеності основних фондів призвів до того, що амор-

¹ *Пересада А. А.* Інвестиційний процес в Україні / А. А. Пересада. — К.: Лібра, 1998. — 389 с.

² *Скрипник А. В.* Оцінка фіскальної ефективності пільгового оподаткування прибутку підприємств / А. В. Скрипник, Д. М. Серебрянський // Економіка України. — 2006. — № 7. — С. 25.

тизація втратила своє основне призначення — відновлення основних фондів, по-друге, поширення нецільове використання амортизаційних відрахувань спричинило неоднозначне ставлення до застосування прискореної амортизації як стимулу інвестиційної діяльності.

Обґрунтованою слід визнати думку, що нинішня скрута в економіці України зумовлена не так важкістю податкового тягаря, як високим рівнем зношення та застарілістю основних виробничих фондів. Тому головним резервом для підвищення темпу накопичення основного капіталу вважають підвищення рівня фондовіддачі та схильності підприємств до інвестування. Зростання цих двох показників необхідно стимулювати через систему податкових важелів. Поряд із прискореною амортизацією виробничого обладнання до неї включають:

- інвестиційний податковий кредит на розширення наявного виробництва;
- податковий кредит на приріст НДКР;
- податкове стимулювання фундаментальних досліджень;
- систему необтяжливого оподаткування венчурного бізнесу;
- податкові пільги, що стимулюють особисті інвестиції.

Зазначимо, що інноваційно-інвестиційний кредит та прискорену амортизацію досить широко використовують у країнах Західної Європи. Наприклад, у Франції інвестиційний податковий кредит надають на рівні 25 % приросту витрат компаній на НДДКР порівняно із попереднім роком, а в Німеччині поширена прискорена амортизація, що вже у першій рік дає змогу амортизувати 50 % вартості майна, а за перші три роки величина амортизованого майна може сягати 80 %. У США величина інвестиційного податкового кредиту коливається в межах 6—10 % обсягу інвестицій в устаткування.

Позитивною практикою зарубіжних країн, яку варто запозичити Україні, А. Соколовська вважає стимулювання інвестиційної діяльності підприємств шляхом надання їм інвестиційних пільг з податку на прибуток¹. Слід зазначити, що податок на прибуток широко використовується розвиненими країнами також для стимулювання інноваційної діяльності. При цьому навіть за умов скорочення податкових пільг загалом, стосовно інноваційної діяльності та науково-технічного розвитку такої політики не проводять. Спектр податкових пільг, що надаються

¹ Система податкових пільг в Україні в контексті європейського досвіду / А. М. Соколовська, Т. І. Єфименко, І. О. Луніна [та ін.]. — К.: НДФІ, 2006. — 320 с.

з метою стимулювання інноваційної діяльності, вельми широкий. Серед останніх можна назвати інвестиційні знижки з податку на прибуток, оподаткування прибутку за зниженими ставками, податкові канікули на прибуток, отриманий від реалізації інноваційних проектів. Це також створення за рахунок прибутку інноваційних фондів, що не оподатковуються, і пільгове оподаткування дивідендів юридичних і фізичних осіб, отриманих від акцій інноваційних організацій, і віднесення витрат на окремі види устаткування, що використовується для наукових досліджень до поточних, і вирахування з оподатковуваного прибутку внесків до благодійних фондів, діяльність яких пов'язана із фінансуванням інновацій, тощо.

В Україні, на жаль, суб'єкти господарювання, що здійснюють фінансування інноваційної діяльності, фактично не відрізняються за рівнем податкового навантаження від тих, які не беруть участі в такому фінансуванні. Виняток становлять спеціальні науково-організаційні структури (технопарки), де практика пільгового оподаткування набула неабиякого поширення. Однак таке обмеження не відповідає законодавчо визначеній меті — розбудові інноваційної моделі національної економіки. Взагалі стимулювальні важелі податку на прибуток в Україні належним чином не задіяні. Про це, зокрема, свідчать результати дослідження О. Марченко¹, де встановлено, що темпи приросту обсягів сплати податку на прибуток суттєво не впливають на обсяги фінансування інновацій за рахунок власних коштів. Це стосується й зростання питомої ваги даного податку у фінансових результатах. Водночас темпи приросту освоєння нових видів продукції є чутливішими до такої питомої ваги і темпи приросту обсягів реалізації інноваційної продукції залежать від темпів змін обсягів податку на прибуток. Встановлено пряму залежність і між обсягами фінансування інновацій та обсягами пільг на податок на прибуток. З'ясовано, що пільги з цього податку впливають на темпи приросту нових технологій та освоєння нових видів техніки, а введення мораторію на пільгове оподаткування спричиняє зниження цих показників. Відтак, скасування податкових пільг стимулювального характеру та розширення податкової бази податку на прибуток здатні негативно позначитися на інвестиційно-інноваційній активності підприємств, що пояснює й недоцільність подібних кроків.

¹ *Марченко О. І.* Податкове стимулювання інноваційної діяльності підприємства / *О. І. Марченко* // Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук. — Ірпінь, 2010. — 20 с.

Стосовно побудови конкретного механізму стимулювання інвестиційно-інноваційної діяльності шляхом відповідного коригування процесів оподаткування можна виявити кілька різних підходів. Однак переважна більшість фахівців дотримується позиції, що такий механізм має бути прив'язаним до податку на прибуток, що цілком відповідає зарубіжній практиці. Зниженням ставки податку на прибуток, про що вже зазначалося вище, досягти поставлених цілей важко. Необґрунтованими видаються й пропозиції щодо диференціації ставок цього податку за окремими галузями, секторами економіки та надання галузевих пільг. Так, на думку А. Крисоватого, галузеві пільги на тлі несприятливого інвестиційного клімату лише консервуватимуть низький технологічний рівень галузей та породжуватимуть нерівні умови для функціонування інших галузей і територій¹. Академік В. Гесць вважає, що наданням податкових пільг, зокрема підприємствам гірничо-металургійного комплексу, держава фактично компенсувала (частково чи повністю) збитки, яких вони зазнавали від реалізації своєї продукції на зовнішніх ринках за демпінговими цінами².

Ураховуючи наведені позиції та зважаючи на світову практику, багато науковців схиляються до переваг використання в Україні інвестиційного податкового кредиту. В індустріально-розвинених країнах його повернення здійснюється автоматично за рахунок розширення масштабів діяльності підприємств, які скористалися таким кредитом. При визначенні бази для нарахування інвестиційного податкового кредиту та його ставок більшість країн використовують як базу інвестиції в дослідження і розробки або кілька баз, наприклад витрати, спрямовані на інноваційну діяльність, річна сума інвестицій у капітальні вкладення, хоча при цьому загальна сума такого кредиту обмежується. Інвестиційний податковий кредит може набувати форми простого (об'ємного) чи прирістного, коли враховують не обсяги, а приріст обсягів обраних баз. Важливим є те, що за умови застосування прирістного інвестиційного податкового кредиту можливе використання й інших форм стимулювання — об'ємного податкового кредиту та прискореної амортизації (табл. 2.2).

¹ Крисоватий А. І. Теоретико-організаційні доміанти та практика реалізація податкової політики в Україні: монографія / А. І. Крисоватий. — Тернопіль: Карт-бланш, 2005. — С. 194, 269. — 371 с.

² Гесць В. М. Формування дохідної частини бюджету: підсумки, проблеми, перспективи / В. М. Гесць // Економіка і прогнозування. — 2004. — № 1. — С. 19.

Таблиця 2.2

**ПЕРЕЛІК ТА ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ПОДАТКОВИХ ПІЛЬГ ТА ЗВІЛЬНЕНЬ
ВІД ОПОДАТКУВАННЯ ПОДАТКОМ НА ПРИБУТОК ПІДПРИЄМСТВ**

№ з/п	Об'єкт пільгового оподаткування та розмір пільги	Умови отримання та використання податкової пільги	Термін дії пільги
1.	Прибуток підприємств та організацій, які засновані громадськими організаціями інвалідів	Відсутність операцій з продажу (постачання) піддакцизованих товарів. Кількість офіційно оформлених інвалідів за основним місцем роботи, становить не менш як 50 % середньо-облікової чисельності штатних працівників. Фонд оплати праці таких інвалідів становить протягом звітного періоду не менш як 25 % суми загальних витрат на оплату праці. Наявність дозволу Комісії з питань діяльності підприємств та організацій громадських організацій інвалідів на право користування такою пільгою	Необмежений
2.	Прибуток підприємств, отриманий від продажу на митній території України продуктів дитячого харчування власного виробництва	Використання звільненого від оподаткування прибутку на збільшення обсягів виробництва та зменшення роздрібних цін таких продуктів. Перелік продуктів дитячого харчування встановлюється Кабінетом Міністрів України	Необмежений
3.	Прибуток Чорнобильської АЕС	Використання прибутку на фінансування робіт з підготовки до зняття і зняття Чорнобильської АЕС з експлуатації та перетворення об'єкта «Укриття» на екологічно безпечну систему	На період підготовки до зняття і зняття з експлуатації енергоблоків Чорнобильської АЕС та перетворення об'єкта «Укриття» на екологічно безпечну систему
4.	Прибуток, отриманий за рахунок міжнародної технічної допомоги або за рахунок коштів, які передбачаються в державному бюджеті як внесок України до Чорнобильського фонду «Укриття»	Реалізація міжнародної програми — Плану здійснення заходів на об'єкті «Укриття»	
5.	Прибуток державних підприємств «Міжнародний дитячий центр «Артек» і «Український дитячий центр «Молода гвардія»	Проведення діяльності з оздоровлення та відпочинку дітей	Необмежений

Продовження табл. 2.2

№ з/п	Об'єкт пільгового оподаткування та розмір пільги	Умови отримання та використання податкової пільги	Термін дії пільги
6.	Прибуток новостворених підприємств, які відповідають встановленим критеріям, оподатковується за ставкою 0 % (податкові канікули)	<p><i>1. Основні умови:</i></p> <p>1.1. Розмір доходів кожного звітного податкового періоду наростаючим підсумком з початку року не перевищує 3 млн грн.</p> <p>1.2. Нарахована за кожний місяць звітного періоду заробітна плата кожного штатному працівнику не повинна бути меншою, ніж дві встановлені законодавством мінімальні заробітні плати.</p> <p>2. <i>Додаткові умови. Право на отримання пільги має підприємство, яке відповідає одному з критеріїв:</i></p> <p>2.1. Реєстрація платника податку в установленому законом порядку після 1 січня 2011 року.</p> <p>2.2. Діючі підприємства (zareєстровані в установленому порядку з 01.01.2008 року), щорічний обсяг задекларованих доходів яких не перевищує 3 млн грн та середньооблікова кількість працівників протягом цього ж періоду не перевищувала 20 осіб.</p> <p>2.3. Підприємства, які були zareєстровані платниками єдиного податку до набрання чинності цим Кодексом та у яких за останній календарний рік обсяг виручки від реалізації продукції (товарів, робіт, послуг) становив до 1 млн грн та середньооблікова кількість працівників становила до 50 осіб</p>	3 1 квітня 2011 року до 1 січня 2016 року
7.	Прибуток дошкільних та загальноосвітніх навчальних закладів недержавної форми власності	Отриманий від надання освітніх послуг	Необмежений
8.	Прибуток підприємств установ виконання покарань, отриманий від продажу товарів, виконання робіт, надання послуг	Використання доходів, отриманих від такої діяльності на фінансування господарської діяльності таких установ та підприємств, з включенням сум таких доходів до відповідних кошторисів їх фінансування	Необмежений

9.	Прибуток підприємств енергетичної галузі	1. У межах витрат на реалізацію інвестиційних програм щодо капітальних вкладень з будівництва (реконструкції, модернізації) міждержавних, магістральних та розподільчих (локальних) електричних мереж. 2. У межах сум, спрямованих на повернення кредитів, які використані на реалізацію інвестиційних програм щодо капітальних вкладень з будівництва (реконструкції, модернізації) міждержавних, магістральних та розподільчих (локальних) електричних мереж. Такі програми повинні бути схвалені Національною комісією регулювання електроенергетики України	Необмежений
10.	Доходи непробутових організацій	Передбачено пунктами п. 157.2 — 157.7, 157.14 ПКУ	Необмежений
11.	80 % прибутку підприємств, отриманого від продажу на митній території України енергетичних технологій, товарів власного виробництва	1. Енергоефективні технології, товари повинні бути власного виробництва та відповдати переліку, встановленому Кабінетом Міністрів України. 2. Збільшений від оподаткування прибуток спрямовується платником податку виключно на збільшення обсягів виробництва в порядку, встановленому Кабінетом Міністрів України	Упродовж 5 років від моменту отримання першого прибутку внаслідок підвищення енергоефективності виробництва
12.	50 % прибутку, отриманого від здійснення енергоефективних заходів та реалізації енергетичних проектів	Право на отримання такої пільги мають підприємства, які включені до Державного реєстру підприємств, установ та організацій, які здійснюють розроблення, впровадження та використання енергоефективних заходів та енергоефективних проектів	
13.	Прибуток, отриманий від виробництва, використання біопалива	1. Прибуток виробників біопалива, отриманий від його продажу; 2. Прибуток підприємств від діяльності з одночасного виробництва електричної і теплової енергії та/або виробництва теплової енергії з використанням біологічних видів палива; 3. Прибуток виробників техніки, обладнання, устаткування, визначених статтею 7 Закону України «Про альтернативні види палива» для виготовлення та реконструкції технічних та транспортних засобів, у тому числі самохідних сільськогосподарських машин та енергетичних установок, що споживають біологічні види палива, одержаний від продажу зазначеної техніки, обладнання та устаткування, що були вироблені на території України	До 1 січня 2020 року
14.	Прибуток підприємств, отриманий від діяльності з видобування та використання газу (метану) вугільних родовищ	Здійснення діяльності відповідно до Закону України «Про газ (метан) вугільних родовищ»	До 1 січня 2020 року

Закінчення табл. 2.2

№ з/п	Об'єкт пільгового оподаткування та розмір пільги	Умови отримання та використання податкової пільги	Термін дії пільги
15.	Прибуток, отриманий від надання готельних послуг	Пільга надається готелям категорій «п'ять зірок», «чотири зірки» та «три зірки»	10 років, починаючи з 1 січня 2011 року
16.	Прибуток, отриманий від основної діяльності підприємств легкої промисловості	Вияток становлять підприємства, які виробляють продукцію на давальницькій сировині Підприємства, які уклали договори на виробництво продукції на давальницькій сировині до набрання чинності ПКУ, до 31 грудня 2011 року звільняються від оподаткування прибутку	
17.	Прибуток підприємств галузі електроенергетики	Прибуток від продажу електричної енергії, виробленої з відновлювальних джерел енергії	
18.	Прибуток, отриманий від основної діяльності підприємств суднобудівної промисловості		
19.	Прибуток підприємств літакобудівної промисловості	Крім звільнення прибутку від основної діяльності, звільняється прибуток від проведення такими підприємствами науково-дослідних та дослідно-конструкторських робіт, які виконуються для потреб літакобудівної промисловості	
20.	Прибуток підприємств машинобудування	Підприємства машинобудування, які виготовляють продукцію для агропромислового комплексу	До 1 січня 2015 року
21.	Прибуток видавництва, видавничих організацій, підприємств поліграфії	Прибуток від діяльності з виготовлення на території України книжкової продукції, крім продукції еротичного характеру	
22.	Суми коштів або вартість майна, що отримані суб'єктами кінематографії (виробниками фільмів) та/або суб'єктами мультимедіації (виробниками мультимедійних фільмів)	Кошти чи вартість майна мають спрямуватися на виробництво суто національних фільмів	До 1 січня 2016 року

* — За даними видами пільг суми коштів, що звільнені від оподаткування, спрямовуються підприємствами — платниками податку на збільшення обсягів виробництва (надання послуг), переснащення матеріально-технічної бази, запровадження новітніх технологій, пов'язаних з основною діяльністю такого платника та/або повернення кредитів, використаних на вказані цілі, і сплату відсотків за ними. Порядок шльового використання вивільнених коштів встановлюється Кабінетом Міністрів України.

У Податковому Кодексі України, що покликаний стати значною віхою на шляху поліпшення інвестиційного клімату як для вітчизняних, так і для зарубіжних інвесторів, на жаль, не реалізована ідея стимулювання інвестиційної діяльності всіх суб'єктів господарювання. Власне, збережено галузевий і точковий характер надання податкових пільг. Підтвердженням такого висновку, зокрема, може слугувати перелік податкових пільг та звільнень від оподаткування податком на прибуток, передбачений Податковим кодексом.

Використання податкового інвестиційного кредиту також не передбачається. Введення законодавцем податкової пільги з податку на прибуток терміном на 5 років (від 01.04.2011 до 01.01.2016) у вигляді застосування нульової ставки податку на прибуток підприємств обмежено низкою додаткових вимог для підприємств, зокрема з обігом до 3 млн гривень, не призведе до суттєвих стимулювальних переваг. Іншими словами, стимулювальний потенціал податкових важелів, зокрема закладений у податку на прибуток, і далі залишатиме недостатньо реалізованим. Ризик суттєвого зниження податкових надходжень унаслідок повнішого за діяння податкових пільг у реальності може бути значно пом'якшений за рахунок підвищення рівня адміністрування податків та подальшого економічного зростання.

Стосовно амортизації слід зазначити, що в Податковому кодексі замість нинішнього методу зменшувального залишку запроваджено кілька методів нарахування амортизації, право вибору яких надано підприємствам залежно від специфіки їхньої діяльності та становища основних засобів. Це сприятиме активізації процесів їх оновлення й стимулюватиме інвестиційну діяльність.

Однозначно можна очікувати поліпшення інвестиційного клімату за рахунок систематизації та ймовірної стабільності податкового законодавства. Цьому сприятимуть також зменшення частки податків у витратах підприємств і скорочення витрат часу платників податків на нарахування і сплату податків, викликані поетапним зменшенням ставок податку на прибуток та ПДВ, а також зменшенням загальної кількості податків.

Подальше реформування податкових важелів стимулювання інвестиційно-інноваційного розвитку прямо пов'язане із розширенням практики пільгового оподаткування, що замість дискримінаційного матиме загальний характер для всіх економічно активних суб'єктів господарювання. Фіскальні інструменти загалом мають забезпечити успішне функціонування таких складових механізму інвестування як державні капіталовкладення, податкове

інвестування, політика прискореної амортизації та створення сприятливого інвестиційного клімату для залучення іноземних інвестицій.

2.4. Формування сприятливого інвестиційного клімату як головний чинник активізації інвестиційного процесу в Україні

О. М. Діба, Є. С. Осадчий

Забезпечення сприятливого інвестиційного клімату в Україні залишається питанням стратегічної важливості, від реалізації якого залежать динаміка соціально-економічного розвитку та можливість модернізації на цій основі національної економіки.

Нестабільність та невизначеність законодавства, недостатня захищеність приватної власності, непрозорість фінансового ринку та приватизаційних процесів, бюрократизація державного апарату та надмірне втручання держави в економічне життя — ці та інші причини значно ускладнюють інтеграцію України в глобальну фінансову систему в цілому та світовий ринок капіталів зокрема. Вони гальмують приплив не лише іноземних, а й вітчизняних інвестицій в Україну, обмежуючи при цьому позитивні імпульси щодо створення конкурентоспроможної економіки.

Ефективна інвестиційна політика держави сприяє модернізації та нарощуванню основних фондів підприємств різних галузей господарства. Від неї залежить загальний успіх структурної перебудови економіки, розв'язання соціальних та екологічних проблем. Головним чинником зростання ВВП та створення робочих місць є надходження прямих іноземних інвестицій, що сприяють успішній інтеграції України в європейський та світовий простір. Однією з передумов надходження іноземних інвестицій до України є створення сприятливого інвестиційного клімату в державі.

Поняття інвестиційного клімату для України відносно нове, у Радянському Союзі інвестиційну діяльність здійснювала переважно сама держава, реалізуючи свої інтереси. Причому термін «інвестиційний клімат» не мав значного поширення, а ототожнювався з поняттям «інвестиції». Також інвестиційний клімат тісно пов'язаний з інвестиційною політикою. Можна сказати, що інвестиційний клімат є результатом інвестиційної політики. Завданнями інвестиційної політики є: формування сприятливого середовища, що вможливує підвищення інвестиційної активності

недержавного сектору, залучення приватних вітчизняних та іноземних інвестицій для реконструкції підприємств, а також державна підтримка важливих сфер життєзабезпечення.

Поняття інвестиційного клімату по-різному трактується в навчальній та науковій літературі. Деякі вчені розглядають поняття інвестиційного клімату як «сукупність правових, економічних, політичних і соціальних чинників, що визначають привабливість держави для зарубіжних інвестицій». Проте зміст такого визначення зводиться лише до поняття інвестиційної привабливості й ігнорує інвестиційні ризики, які багато в чому зумовлюють визначення інвестиційного клімату¹.

На нашу думку, інвестиційний клімат — це узагальнена характеристика сукупності соціальних, економічних, організаційних, правових, політичних, соціокультурних передумов, що визначають привабливість і доцільність інвестування в ту чи іншу господарську систему.

Спираючись на зміст цього поняття, відзначимо суттєві відмінності щодо методичного оцінювання інвестиційного клімату загалом та окремих його складових. Сформувалося кілька підходів до оцінювання інвестиційного клімату: макроекономічний, багатофакторний, ризиковий.

Макроекономічний — базується на динаміці внутрішнього валового продукту та обсягів виробництва промислової продукції; динаміці розподілу національного доходу, пропорцій накопичення і споживання, напрямках і темпах структурних змін в економіці, стані законодавчої бази, розвитку окремих інвестиційних рішень.

Багатофакторний — в його основі лежить оцінювання набору чинників, що впливають на інвестиційний клімат. Серед них: характеристика економічного потенціалу; загальні умови господарювання; зрілість ринкового середовища; політичні; соціальні та соціокультурні, організаційно-правові, фінансові чинники.

Характерними особливостями багатофакторного підходу до оцінювання інвестиційного клімату є: протилежність категорій інвестиційного клімату та інвестиційного ризику; об'єктивність інвестиційного клімату держави (регіону), його незалежність від окремих інвесторів; зв'язок інвестиційного клімату з інвестиціями в основний капітал.

За багатофакторного підходу до оцінювання інвестиційного клімату його можна схарактеризувати інтегральним зваженим

¹ Череп А. В. Инвестознaвствo: [Підручник]/ За ред. А. В. Черепa. — К.: Кондор, 2006. — 398 с.

показником середньозважених оцінок за всіма чинниками. Однак зазначимо, що цей показник не може бути однозначним критерієм привабливості інвестиційного клімату держави (чи регіону) для вкладання інвестицій. Він може слугувати лише інформативною базою, яка визначатиме розвиненість і динаміку тих чи інших чинників для порівняльного оцінювання регіонів (країн).

Ризиковий підхід полягає у виявленні й оцінюванні складових інвестиційного клімату за двома напрямками: інвестиційний потенціал та інвестиційний ризик; інвестиційний ризик та соціально-економічний потенціал.

Перший варіант розрахований на «стратегічного інвестора». Інвестиційний потенціал оцінюється за макроекономічними показниками розвитку економіки. Інвестиційні ризики оцінюють з позиції імовірності втрат інвестицій і доходу. Серед цих ризиків враховують: економічний, фінансовий, політичний, соціальний, економічний, кримінальний і законодавчий. На підставі великої групи показників визначають рейтинг кожного регіону загалом, за кожним блоком інвестиційного потенціалу і за кожним ризиком.

Інша модифікація ризикового підходу полягає в оцінюванні рівня інвестиційного клімату з позиції розвитку регіональної суспільної системи загалом. Автори цієї концепції враховували, окрім інших показників, людський потенціал, матеріальну базу розвитку, соціально-політичну ситуацію і чинники політичного ризику, стан економіки та рівень управління нею¹.

Зарубіжний досвід використання методик оцінювання інвестиційного клімату засвідчує багатоманітність їх. Наприклад, у США використовують багатофакторний метод, за якого значну увагу приділяють політичним й екологічним чинникам. На базі цієї методики публікується «Щорічна статистична карта» за всіма штатами, яка унаочнює такі узагальнені показники інвестиційного клімату: економічну ефективність інвестицій, ділове життя суспільства, потенціал розвитку територій.

В Японії та деяких інших країнах використовують описові характеристики без спроб кількісного оцінювання, що вносить елемент суб'єктивізму й ускладнює порівняння суб'єктів господарювання.

В Європі найпоширенішою є методика експертного оцінювання привабливості інвестиційного клімату, яке проводять консалтингові фірми, банки, газети і журнали. Кількість враховува-

¹ Лесечко М. Д. Інвестиційний клімат: теорія та практика: [Монографія]/ За ред. А. О. Чемериса. — Львів: ЛФ УАДУ, 2001. — 160 с.

них показників коливається від 9 в журналі «Euromoney» до 381 у працях Швейцарського інституту менеджменту.

У Росії існує практика оцінювання інвестиційного клімату регіонів за такими чинниками, як інвестиційний потенціал та інвестиційний ризик. За методикою часопису «Експерт» інвестиційний потенціал регіону складається з восьми окремих потенціалів:

- ресурсно-сировинного (середньозважена забезпеченість балансовими запасами основних видів природних ресурсів);
- трудового (трудові ресурси та їхній освітній рівень);
- виробничого (сукупний результат господарської діяльності в регіоні);
- інноваційного (рівень розвитку науки та впровадження досягнень науково-технічного прогресу в регіоні);
- інституціонального (рівень розвитку провідних інститутів ринкової економіки);
- інфраструктурного (економіко-географічне положення регіону та його інфраструктурна забезпеченість);
- фінансового (обсяг податкової бази і прибутковість підприємств регіону);
- споживчого (сукупна купівельна спроможність населення регіону).

Інвестиційний ризик в «Експерті» визначають шляхом зваженого підсумовування таких складових його ризиків:

- економічного (тенденції в економічному розвитку регіону);
- фінансового (міра збалансованості регіонального бюджету і фінансів підприємств);
- політичного (розподіл політичних преференцій населення за результатами парламентських виборів, авторитетність місцевої влади);
- соціального (рівень соціальної напруженості);
- екологічного (рівень забруднення довкілля);
- кримінального (рівень злочинності з урахуванням ступеня тяжкості злочинів);
- законодавчого (юридичні умови інвестування)¹.

Метод, використовуваний «Експертом» для оцінювання інвестиційної привабливості, має певні плюси та мінуси. З одного боку, інвестиційна привабливість регіону розглядається як сукупність двох характеристик (інвестиційного потенціалу та інвестиційного ризику), кожна з яких формується за певними правилами

¹ Радованов С. В. Моделі інвестиційного розвитку країни як підґрунття ефективного залучення і використання інвестицій / С. В. Радованов // Вісник економічної науки України. — 2005. — № 2. — С. 94—99.

з цілого набору окремих складових, що визначаються незалежно одна від одної. З іншого боку, з восьми потенціалів, включених «Експертом» у модель, п'ять не справляють істотного впливу на підсумкове значення інвестиційного потенціалу регіону.

Оцінювання привабливості інвестиційного клімату в Україні здійснення Центром досліджень науково-технічного потенціалу та історії науки ім. Г. М. Доброва НАН України і соціологічною службою «СОЦІС-Геллап». Методика базується на моніторингу експертних оцінок:

1. Стан політичного середовища.
2. Рівень адаптивності політико-економічної системи до реформування.
3. Опрацювання національної законодавчої бази.
4. Рівень розвиненості двосторонніх і багатосторонніх міждержавних відносин.
5. Стан економічних чинників, що сприяють розвитку підприємства.

Критичний аналіз вітчизняного і зарубіжного досвіду оцінювання інвестиційного клімату засвідчує, що часто до уваги не беруть низки методичних положень, які суттєво впливають на інвестиційний клімат.

1. Нерідко інвестиційний клімат оцінюють абстрактно, не враховуючи характеру капіталу (промислового, торгового, позикового, акціонерного), а також інвестицій. Для всіх різновидів інвестицій потрібен індивідуальний інвестиційний клімат, який урахує найближчі та довгострокові інтереси інвестора, тобто має відповідати балансу інтересів як інвестора, так і одержувача інвестицій.

2. Оцінювання інвестиційного клімату за інтегрованим ресурсним чинником іноді не дає реальної картини привабливості інвестиційного клімату. Якщо розглядати державу (регіон) як систему, ресурси — як чинники (складові) системи, то властивості складових системи не завжди притаманні самій системі. Отже, можна мати значний ресурсний потенціал і непривабливий інвестиційний клімат.

Деякі методики не враховують динаміку зміни базових чинників, що формують інвестиційний клімат, їхні тенденції. Спостерігається певна суперечливість між стабільністю інвестиційного клімату і достатньою гнучкістю його складових у часі. На нашу думку, слід говорити не про стабільність інвестиційного клімату, а про конструктивний динамізм у плані його поліпшення.

Забезпечення сприятливого інвестиційного клімату в Україні залишається питанням стратегічної важливості, від реалізації якого залежать соціально-економічна динаміка, ефективність залучення у світовий поділ праці, можливості модернізації на цій основі національної економіки.

Інвестиційний клімат не може існувати окремо від підприємництва. Останнє залежить від кредитно-грошової, бюджетно-податкової, митної політики; масштабів, форм і методів державного втручання в економіку. При цьому мається на увазі, що економічна політика держави може формувати те господарське середовище, за якого підприємництво було б вигідним і безпечним. Сприяння підприємству означає також стимулювання його розростання, а останнє можливе за сприятливого інвестиційного клімату, сформованого значною мірою саме державою.

Інвестиційний клімат пов'язаний зі встановленням рівня вимог до сфери господарського життя суспільства. Він має створювати стимул для виробника, який володіє ресурсами і комерційним досвідом, розширювати свою справу і вкладати в неї чисті інвестиції. Інвестиції мають стати привабливими.

Часто інвестиційний клімат певної території ототожнюють з поняттям «інвестиційної привабливості». Інвестиційна привабливість — це сукупність об'єктивних і суб'єктивних умов, що сприяють чи перешкоджають процесу інвестування національної економіки на макро-, мезо- і мікрорівнях. Численні дослідження чинників формування інвестиційного клімату в Україні сформували класифікацію найвпливовіших (табл. 2.4).

Зовнішні запозичення та прямі інвестиції перетворилися на важливий канал забезпечення економіки фінансовими ресурсами. Якщо масштаби і структура кредитно-фінансових потоків сприяють підтриманню динамічної рівноваги грошово-кредитного ринку, відповідають стратегічним цілям розвитку економіки, то зовнішні запозичення стають потужним важелем довгострокового економічного зростання. Якщо ж зростання зовнішнього боргу супроводжується накопиченням дисбалансів у життєво важливих для економіки сферах, то політика запозичень може виявитися джерелом загострення фінансових ризиків та підвищення рівня вразливості економіки до зовнішніх шоків.

Взаємозв'язок фінансової кризи і структурних дисбалансів в Україні вимагає детальнішого розгляду. Фінансова система нашої країни не оперує витонченими схемами і пірамідами фінансових інструментів. Причина цього — відсутність масштабних фінансових ринків, на яких можна привести їх у дію. Це дало підстави

деяким експертам прогнозувати, що криза в країні з нерозвине-ною фінансовою системою мало ймовірна. Але вони не врахову-вали глибинних соціально-економічних чинників нинішньої кри-зи, головним з яких є взаємозв'язок кризи системності й різкого загострення суперечностей між виробництвом і споживанням. Саме у країнах зі слаборозвиненою фінансовою інфраструктурою ця суперечність була найгострішою і особливо наочною.

Таблиця 2.4

**ЧИННИКИ ФОРМУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО
КЛІМАТУ В УКРАЇНІ**

Загальні ознаки	Чинники формування
Рівень розвитку продук-тивних сил та стан інве-стиційного ринку Стано-вище фондового ринку	<ul style="list-style-type: none"> • Стан та структура виробництва • Рівень розвитку робочої сили • Стан ринку інвестицій та інвестиційних товарів
Політична воля влади та правове поле держави	<ul style="list-style-type: none"> • Створення відповідної законодавчої та норма-тивної бази • Досягнення стабільності національної грошо-вої одиниці • Валютне регулювання • Забезпечення привабливості об'єктів інвесту-вання
Становище фінансово-кредитної системи та ді-яльність фінансових по-середників	<ul style="list-style-type: none"> • Інвестиційна діяльність банків, її рівень • Рівень розвитку та функціонування банківської системи • Інвестиційна політика Національного банку
Статус іноземного інвес-тора інституцій	<ul style="list-style-type: none"> • Режим іноземного інвестування • Діяльність міжнародних фінансово-кредитних інституцій • Наявність вільних економічних та офшорних зон
Інвестиційна активність населення	<ul style="list-style-type: none"> • Відносини власності в державі • Становище ринку нерухомості • Виконання державної програми приватизації

Розвиток фінансових ринків тісно пов'язаний з активністю проведення зовнішньоторговельних операцій: платіжний баланс держави в ідеалі являє собою рівновелике поєднання балансу ру-ху капіталів із торговельним балансом. На практиці досягти врів-новаженості двох вказаних частин досить важко і платіжний ба-ланс має або позитивне, або від'ємне сальдо¹. Постійна картина

¹ *Осадчий Є. С.* Вплив іноземного капіталу на економічні процеси в Україні / *М. І. Діба, Є. С. Осадчий* // *Фінанси України*. — 2009. — № 11. — С. 35—46.

від'ємного платіжного балансу (коли імпорт перевищує експорт) сигналізує про кризову загрозу фінансовій системі країни.

Нестабільність та невизначеність законодавства, недостатня захищеність приватної власності, непрозорість фінансового ринку та приватизаційних процесів, бюрократизація державного апарату та надмірне втручання держави в економічне життя — ці та інші проблеми (рис. 2.5) дуже ускладнюють інтеграцію України в глобальну фінансову систему загалом і світовий ринок капіталів зокрема.



Рис. 2.5. Проблеми формування інвестиційного клімату в Україні

Вони гальмують приплив не лише іноземних, а й вітчизняних інвестицій, обмежуючи при цьому позитивні імпульси щодо створення конкурентоспроможної економіки.

Негативно впливають на поліпшення інвестиційного клімату й інші чинники, найсуттєвішими з яких є: низький рівень капіталізації

прибутків підприємств та відсутність економічних та (податкових) стимулів для майбутнього інвестування; неефективне та безсистемне використання амортизаційних фондів; розпорошування інвестиційних бюджетних коштів — спрямування інвестиційного потенціалу приватизації переважно на цілі бюджетного споживання; наявність проблем у корпоративному секторі та незахищеність прав інвесторів; низький рівень торговельної активності на вітчизняному ринку акцій унаслідок того, що контрольні пакети акцій належать великим власникам, які не зацікавлені в додаткових їх випусках; недостатнє висвітлення інформації про емітентів, професійних учасників ринку цінних паперів, ризиків стосовно фінансових інструментів, що перешкоджає оцінюванню інвестором реальної вартості і потенціалу українських підприємств, прийняття ним інвестиційних рішень; значні обсяги тіньового бізнесу як головного джерела нелегального накопичення та вивезення капіталу тощо.

Упродовж 2010 року спостерігалось поступове відновлення позитивної динаміки економічного зростання. Закріплення позитивної динаміки в поточному році остаточно засвідчило вихід економіки України з фази рецесії та перехід до фази активного відновлення виробництва. Причинами пожвавлення виробництва стали не лише оздоровлення світової кон'юнктури, а й поступове поліпшення внутрішньої економічної ситуації (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

**ДИНАМІКА ОСНОВНИХ ЕКОНОМІЧНИХ ПОКАЗНИКІВ
У 2007—2010 РОКАХ***

Показник	2007	2008	2009	2010
ВВП, у фактичних цінах, млн грн	720 731	948 056	914 720	953 138,2
ВВП, % до попереднього року	107,9	102,3	84,9	104,2
Індекс промислового виробництва, % до попереднього року	111,3	107,3	78,1	111,0
Індекс цін виробників промислової продукції, % до попереднього року	109,8	124,2	106,5	116,0
Реальний приріст/зниження роздрібного товарообігу, % до попереднього року	128,4	126,6	83,4	102,3
Інвестиції в основний капітал, у фактичних цінах, млн грн	188 486	233 081	151 776,8	132 804,7
Інвестиції в основний капітал, % до попереднього року	132,2	108,2	58,5	87,5
Інвестиції в основний капітал, % до ВВП	26,4	24,5	16,6	9,07

* Розроблено автором самостійно за даними: Основні показники соціально-економічного розвитку України / Статистична інформація Державного комітету статистики України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Дані свідчать про негативну тенденцію вкладання інвестицій в основний капітал, адже вона зменшується у після кризовий період 2009—2010 років. Найвищий показник фінансових капіталовкладень дорівнював 233 млрд грн сукупних інвестицій у 2008 році. Стосовно валового внутрішнього продукту (ВВП) держави це становило 24,5 % (рис. 2.6). Із настанням фінансової кризи обсяг капіталовкладень впав до 151,8 млрд грн у 2009 році, або до 16,6 % від ВВП.

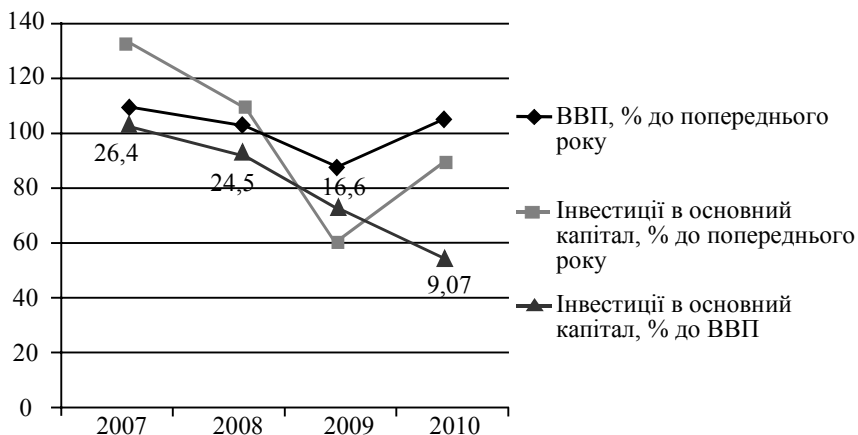


Рис. 2.6. Темпи зростання (зниження) ВВП, інвестицій в основний капітал у відсотках до відповідного періоду попереднього року та співвідношення інвестицій в основний капітал до ВВП, у відсотках за 2007—2010 роки

* Розроблено автором самостійно за даними: Основні показники соціально-економічного розвитку України / Статистична інформація Державного комітету статистики України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.ukrstat.gov.ua>

У 2006 році ситуація стала ще тривожнішою: обсяг вкладень за рік зменшився до 132,8 млрд або до 9,07 % від ВВП. І це тоді, коли за розмірами ВВП на душу населення Україна посідає останнє місце в Європі! Тобто у нас найнижчий рівень виробництва валового продукту, але й за такого мізерного його обсягу інвестується лише трохи більше десятої його частини. Натомість у країнах Європейського Союзу чинною є обов'язкова вимога до країн-членів інвестувати в капітал не менше як 30 % від національного ВВП. В Україні практично неможливо застосовувати такі норми на тлі скорочення промислового виробництва та збиткової діяльності переважної більшості провідних галузей економіки.

Якщо співвіднести суми інвестицій та вартість наявного національного основного капіталу, отримаємо: у 2008 році — 6,0 %, у

2009 році — 3,9 %, у 2010 році — лише 3,1 %. Тобто, за таких темпів інвестування для простої заміни наявних капітальних засобів усіх видів — без розширення та якісного поліпшення нинішньої бази виробництва — знадобиться від 20 до 30 років.

Інвестиційний процес, який безпосередньо пов'язаний із суспільним відтворенням і здатен забезпечувати його ефективне функціонування, є сьогодні неорганізованим, нестабільним, а отже — неефективним.

Як зазначається в ухваленій Кабінетом Міністрів України у вересні 2010 року Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011—2015 роки¹, основними причинами виникнення проблеми низької інвестиційної активності є:

- несприятливі умови для інвестування, зокрема недосконале законодавство з питань захисту права власності, адміністрування податків, отримання у власність земельних ділянок, провадження підприємницької діяльності та здійснення контролю за нею;
- недостатній рівень державної підтримки інвестиційної діяльності, неналежним чином розвинена система підготовки інвестиційних програм і проектів для надання державних інвестицій;
- нерозвиненість інвестиційного ринку та інфраструктури;
- відсутність дієвих механізмів державно-приватного партнерства в інвестуванні.

Соціально-економічний розвиток зумовлений різношвидкісним нагромадженням капіталу в різних точках світу, що призводить до нерівномірного прогресу окремих елементів системи продуктивних сил та відносин економічної власності в межах сфер і галузей національних економік країн, а також у масштабах світового господарства та його окремих регіонів. Загальна величина іноземного капіталу достатньо велика, що забезпечує гармонізацію інтересів розвинених країн і тих, що розвиваються, сталий розвиток усієї глобальної системи, досягнення рівноваги між суспільством і природним середовищем, поглиблення поділу праці, ефективніший розподіл ресурсів, використання їх у світовому масштабі безпосередньо має супроводжуватися підвищенням продуктивності праці та життєвого рівня населення.

За умов нестабільного розвитку економіки України, спричиненого переважно відсутністю стабільних джерел фінансування,

¹ Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011—2015 роки: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 29 вересня 2010 року № 1900-р / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://zakon1.rada.gov.ua>>

присутність іноземного капіталу в країні дає можливість залучати необхідні ресурси на внутрішні фінансові ринки. Останніми роками іноземний капітал у переважній більшості країн світу є важливим джерелом фінансування економіки.

Слід проаналізувати загальні тенденції іноземного інвестування і зокрема здійснити порівняльний аналіз залучення іноземного капіталу у таких секторах економіки, як страхування, сільське господарство, промисловість, торгівля та банківська сфера (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

**ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА ОБСЯГІВ ІНОЗЕМНОГО КАПІТАЛУ
ЗА ВИДАМИ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ У 2010 РОЦІ**

№	Сфера діяльності	Частка від загальної кількості, %	Загальний обсяг інвестицій, млн грн
1	Фінансова діяльність, у тому числі	22,4	8966,0
1.1	банківська сфера	17,2	6044,0
1.2	страхування	5,2	2081,4
2	Сфера послуг	20,8	8325,6
3	Промисловість	22,5	9006,0
4	Сільське господарство	12,2	4883,3
5	Торгівля	9,8	3922,6
6	Інше	12,3	4923,3
	<i>Загальний обсяг</i>	<i>100</i>	<i>40026,8</i>

* Складено за джерелом: Бюлетень Національного банку України. — 2010. — № 12.

Із таблиці 2.6 можна зробити висновок, що значний інтерес інвесторів викликають підприємства, що здійснюють фінансову діяльність, у яких акумульовано 22,4 % від загального обсягу інвестицій, промисловість — 22,5 % та сфера послуг.

Характерними ознаками прояву глобалізації та міжнародної інтеграції є створення міжнародних фінансових інституцій, вхід іноземного капіталу на національні фінансові ринки й посилення його впливу на розвиток національних економік.

Важливим каналом забезпечення економіки фінансовими ресурсами є зовнішні запозичення. Якщо масштаби і структура кредитних потоків сприяють підтриманню динамічної рівноваги грошово-кредитного ринку і відповідають стратегічним цілям розвитку економіки країни, зовнішні запозичення стають потужним важелем довгострокового економічного зростання. Якщо зростання зовнішнього боргу супроводжується накопиченням дисба-

лансів у життєво важливих для економіки сферах, політика запозичень може стати джерелом загострення фінансових ризиків та підвищення рівня вразливості економіки до зовнішніх шоків.

Однією з причин кризи, що настала в банківській системі України, є надмірна кредитна експансія іноземного капіталу упродовж 2005—2008 років, темпи приросту обсягів кредитування за вказаний період були дуже високими і в середньому становили близько 70 % на рік. Лише у 2008 році, в момент виникнення кризи, темпи приросту кредитування дещо знизилися. При цьому динаміка зростання ВВП за 2005—2007 років у середньому становила близько 5,8 % на рік. Таким чином, темп зростання обсягів кредитування комерційними банками перевищував темп зростання ВВП майже у 10 разів.

Високі темпи кредитування української економіки стали можливими завдяки збільшенню сум зовнішніх запозичень на світових фінансових ринках. Адже грошові ресурси за межами країни за вказаний період були значно дешевшими, ніж на внутрішньому ринку, тому банки нарощували свої борги. Так, зовнішній борг банківської системи зріс у 2005 році із 2,262 млрд доларів до 30,971 млрд доларів у 2008 році, тобто у 13,7 разу. З цієї суми лише на короткостроковий борг припадає понад 11,7 млрд доларів. Левову частку цих коштів із відсотками необхідно повернути у 2009 та 2011 роках. Проте криза в банківській системі, спровокована відпливом коштів із депозитних рахунків у жовтні 2008 року та девальвацією курсу гривні, зробила проблематичним повернення запозичених коштів інвесторам (табл. 2.7).

Практика свідчить, що під впливом низки негативних чинників відбулося значне погіршення якості банківських активів. Річ у тім, що впродовж останніх двох років політика банків була спрямована на збільшення обсягів кредитування поточної діяльності юридичних осіб та споживче кредитування. Дані доводять, що частка кредитів інвестиційного призначення за три останні роки дорівнює в середньому 22,0 % за рік у загальному обсязі наданих кредитів. Крім цього, практично 45,5 % (середній показник) кредитів надавалося в іноземній валюті, оскільки їхня ціна була значно нижчою¹. Комерційні банки не звертали уваги на те, що більшість позичальників не отримували доходів в іноземній валюті й за умови девальвації гривні сплата відсотків та повернення кредитів стають проблематичними, що негативно вплине на всю банківську систему.

¹ *Осадчий Є. С.* Кредитна експансія іноземного капіталу в банківській системі України / *Є. С. Осадчий* // Економіка та підприємництво. — 2010. — № 24. — С. 211—218.

Таблиця 2.7

**ВИМОГИ БАНКІВ ЗА КРЕДИТАМИ, НАДАНИМИ ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ
(ЗА ЦІЛЬОВИМИ ВКЛАДАННЯМИ) У 2002—2010 РОКАХ ***

Період	Усього (млн грн)	Темп зростання (%)	У тому числі				У тому числі	
			у національній валюті		у іноземній валюті		у поточну діяльність	в інвестиційну діяльність
			млн грн	%	млн грн	%	усього, %	усього, %
2002	42 035	—	24 463	58,2	17 572	41,8	94,4	5,6
2003	67 835	161,4	39 563	58,3	28 272	41,7	93,5	6,5
2004	88 579	130,6	51 207	57,8	37 372	42,2	90,8	9,2
2005	143 418	161,9	81 274	56,7	62 144	43,3	84,4	15,6
2006	245 226	170,9	123 783	50,5	121 443	49,5	79,6	20,4
2007	426 863	174,1	213 798	50,1	213 065	49,9	77,8	22,2
2008	733 919	171,93	300 132	40,9	433 787	59,1	76,6	23,4
2009	742 035	108,1	356 700	48,1	385 335	51,9	79,5	20,5
2010	725 298	91,5	420 200	57,9	305 098	42,1	81,2	18,8

* Розроблено автором за статистичними даними Національного банку України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.bank.gov.ua>>

Спостерігалася тенденція до різкого зростання зовнішньої заборгованості в корпоративному секторі економіки. На початку 2009 року зовнішній борг банків та підприємств зріс більш як на 34 млрд дол., тобто у 2,5 разу, й досяг майже 54 млрд дол. При цьому в структурі сукупного зовнішнього боргу України, який у цей період становив 101,7 млрд дол., сталися суттєві зрушення в бік збільшення частки боргів приватного сектору: з 51 % у липні 2005 року до 76,3 % у 2009 році

Банківська система, яка відчула брак ресурсів, мусила не лише обмежити кредитування економіки, і «боротися за виживання», в тому числі за рахунок зовнішньої підтримки (в основному НБУ) й оптимізації витрат. Результат — українська банківська система, на відміну від країн із розвинутою економікою, не стала істотним джерелом інвестиційних ресурсів для сфери реального виробництва. Незважаючи на деяке посилення ролі банківських кредитів у забезпеченні виробничого сектору необхідними коштами участь

комерційних банків у кредитуванні економічного розвитку має обмежений характер.

Якщо розглядати загалом вплив обсягів банківського кредитування на такі макроекономічні показники, як валовий внутрішній продукт, обсяги промислового виробництва, то роль банківського кредиту в забезпеченні темпів економічного росту залишається, як і раніше, низькою. Так, з 2003 до 2008 року частка банківського кредиту у валовому внутрішньому продукті змінювалася з 25,68 % до 77,22 % відповідно.

За видами економічної діяльності (табл. 2.8) унаслідок погіршення фінансового становища підприємств темпи приросту кредитів уповільнились: у будівництво до 62,7 %, у сільське господарство до 52,2 % у річному обчисленні, у промисловість до 39,4 %. До попереднього місяця кредити, надані сектору нефінансових корпорацій, збільшилися на 1,9 млрд грн, або на 0,4 % після скорочення їх протягом останніх двох місяців (на 0,3 % та 1,6 % у лютому та січні відповідно). Зростання відбулося переважно за рахунок кредитів, наданих підприємствам транспорту (на 2,7 %), переробної промисловості (на 1,7 %), сільського господарства (на 1,1 %) та будівництва (на 0,4 %) завдяки активізації їхньої економічної діяльності.

Таблиця 2.8

КРЕДИТИ, НАДАНІ СЕКТОРУ КОРПОРАЦІЙ ЗА ВИДАМИ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ, %

Показники	Залишки на кінець періоду в загальному обсязі кредитів	Зміна в річному обчисленні					
		2009			2010		
		червень	вересень	грудень	червень	вересень	грудень
Усього	100	55,4	50,5	70,3	64,4	58,2	50,6
Сільське господарство	6,6	49,4	54,0	76,3	72,4	61,6	52,2
Промисловість	26,8	48,0	43,9	60,1	57,5	45,0	39,4
Будівництво	9,4	83,3	67,6	85,4	72,8	74,8	62,7
Інші види діяльності	57,2	56,5	51,1	72,8	65,9	62,1	54,2

* Розроблено за джерелом: Капітальні інвестиції за 2010 рік / Експрес-випуск Державного комітету статистики України. [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>.

Підсумовуючи, можемо зробити висновок, що сьогодні як ніколи гостро постають питання:

- стабільності національної валюти й оздоровлення фінансово-банківської сфери;

- упровадження механізмів розвитку державно-приватного партнерства для реалізації суспільно значимих інвестиційних проектів у широкій сфері діяльності;

- стабільності законодавчої системи та передбачуваності регулятивних заходів;

- прискорення ринкової трансформації економіки, подальшого здійснення економічних реформ;

- концентрації наявних ресурсів у пріоритетних галузях економіки з подальшою трансформацією їх в інвестиції;

- зменшення рівня бюрократизації, боротьби з корупцією, дерегуляції підприємницької діяльності;

- залучення інвесторів на умовах укладання угод про розподіл продукції, розвиток концесійної діяльності, створення індустріальних (промислових) парків.

При розбудові банківської системи загалом, мають бути органічно поєднані всі гілки влади та НБУ. Розвиток банківської системи та досягнення нею поставлених цілей і виконання завдань можливі за таких умов, як: забезпечення сталого розвитку економіки держави; усунення диспропорції в структурі та темпах розвитку економіки України та її банківської системи; проведення ефективної макроекономічної політики; збалансованість бюджетної політики, що базується на своєчасній підготовці та затвердженні реальних бюджетів усіх рівнів та їх виконання; розвиток комплексності й системності законодавства з метою усунення колізій та прогалин; розвиток фінансових ринків¹.

Стабільність банківської системи значною мірою залежить від рівня та якості управління ризиками, що притаманні банківській діяльності, найголовнішим із яких є кредитний ризик, зокрема ризик операцій з інсайдерами. Зараз чутливість банків до інших ризиків — ліквідності, зміни відсоткової ставки, валютного курсу — є досить низькою, що навіть за недосконалої практики їх управління не становить суттєвої загрози для надійності банківської системи.

Таким чином, задля посилення надійності банківської системи, а отже, й поліпшення інвестиційного клімату в Україні необхідним є:

- забезпечення припливу капіталу до банківської системи;

- поліпшення якості активів, поживавлення діяльності щодо повернення проблемної заборгованості;

- нарощування дохідності банків, у тому числі за рахунок розширення спектра безризикових комісійних операцій;

¹ Агентство Moody's понизило кредитний рейтинг України. [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.rbc.ua/rus/finance/2009/05/13/542666.shtml>>.

- оптимізації структури витрат банків, зокрема виваженішого підходу до операційних й адміністративних витрат;
- створення умов та сприяння організації й функціонуванню життєздатної системи універсальних та спеціалізованих банків;
- консолідації банківського сектору через процеси реорганізації банків, створення банківських об'єднань;
- забезпечення гармонійного співіснування великих банків з малими та середніми банками на засадах рівності вимог щодо дотримання ними норм пруденційного нагляду.

Розроблення цих заходів може відбуватися за кількома підходами. Одним із них є захист національної економіки від руйнівних властивостей глобалізації за рахунок зведення бар'єрів і зменшення відкритості економіки для зовнішніх товарних і фінансових потоків. Вадою цього шляху є консервація неконкурентоспроможності і втрата зиску від глобалізації. Іншим підходом є здійснення поступових процесів лібералізації, комбінованих із випереджальним розвитком інституціональної структури, яка б стимулювала інвестиційну й інноваційну діяльність у реальному секторі. Це б дало змогу переорієнтувати потоки зовнішніх фінансових ресурсів і спрямувати їх на підвищення конкурентоспроможності, економічне зростання і розвиток властивостей економіки щодо безкризового поглинання зовнішніх шоків.

2.5. Державно-приватне партнерство в реалізації інвестиційних проектів

В. М. Дуба

За умов світової економічної кризи важливою умовою нормального функціонування та розвитку економіки багатьох країн світу є конструктивна взаємодія бізнесу та структур влади. Країни, які усвідомлюють необхідність переходу до інтенсивного шляху розвитку економіки, прагнуть застосовувати нові механізми (моделі) залучення інвестицій для впровадження прогресивних технологій виробництва. В Україні функція щодо фінансування інвестиційних проектів традиційно належала державі. Прихильники масштабного державного сектору в економіці ХХ століття наводили такі аргументи з цього приводу:

1) лише уряд має достатні фінансові можливості для реалізації довгострокових інвестиційних проектів;

2) тільки за рахунок державного контролю регулюється зростання цін на товари та послуги;

3) лише наявність державної власності в країні може запобігти безробіттю.

Але попри на неабиякий управлінський та фінансовий потенціал роль державних інвестицій є низькою. Тому саме за сучасних умов найоптимальнішим варіантом у контексті розв'язання проблем із фінансуванням інвестиційних проектів є залучення приватного сектору. Ідеться саме про партнерство держави та приватного сектору, що зазвичай позначають терміном *Public-private Partnership* (PPP). В українській літературі вживають термін «державно-приватне партнерство».

Застосування нової форми організації інвестиційного процесу підвищує актуальність детального аналізу ефективності реалізації інвестиційних проектів в Україні.

За останні роки питанням державно-приватного партнерства та концесій присвячено праці багатьох українських і зарубіжних науковців: В. Г. Варнавського, П. В. Захарченко, М. В. Глух, Я. А. Жаліло, С. Е. Литовченко, С. А. Сосни, М. І. Свистунова, М. О. Субботіна та ін.

Взаємодія держави та приватного сектору являє собою стратегічний альянс між державою та бізнесом у цілях реалізації конче важливих проектів: від базових галузей промисловості до надання суспільних послуг. Нині очільники різних країн світу розглядають державно-приватне партнерство як альтернативний чи додатковий спосіб інвестування або управління інфраструктурою, так як у державно-приватному партнерстві оптимальним чином поєднується приватний капітал у широкому сенсі (фінансовий, трудовий, інтелектуальний, земельний та інше) та державне регулювання¹.

На наш погляд, система партнерських відносин держави та приватного сектору — це головний елемент функціонування ринкової економіки. Необхідність створення її базована на двох постулатах ліберальної концепції розвитку: відповідність між формуванням інститутів приватної власності та процесом прискорення економічного розвитку, високої продуктивності й ефективності економіки, ґрунтованої на приватній власності порівняно з господарством, ґрунтованим на державній власності та прямому державному управлінні.

¹Варнавский В. Государственно-частное партнерство в России: проблемы становления // Отечественные записки.— 2004.— № 6.— С. 33.

Результатом економічного ефекту для суспільства та держави від здійснення державно-приватного партнерства є:

- якісні товари та високий рівень обслуговування;
- одночасно на приватний сектор перекладаються функції інвестування;
- партнерство сприяє розвитку інститутів ринку, приватної власності, приватної ініціативи;
- реорганізація бізнесу та взаємовідносин держави та приватного сектору.

У світовій та вітчизняній практиці до державно-приватного партнерства відносять кілька бізнес-моделей. При цьому співпраця між різними секторами економіки розглядається не лише як засіб інвестування в необхідні об'єкти, але також як інструмент скорочення витрат, підвищення якості та ефективності наданих послуг.

Необхідно зазначити, що договірні відносини між державою та приватним сектором мають здійснюватися за такими принципами співпраці:

- координація взаємодії цілей держави та приватного сектору — держава має створювати умови та знаходити шляхи ефективної координації їх;
- структуризація взаємовідносин та координація діяльності учасників інвестиційного процесу (спільна участь у процесах прийняття рішень);
- інвестування та регулювання (активна участь обох партнерів у процесах прийняття рішень та регулювання інвестиційної діяльності).

Зазначимо, що державно-приватне партнерство є партнерством, в якому держава чи приватний сектор спільно реалізують інвестиційні проекти, ґрунтуючись на угоді про розподіл завдань і та ризиків.

Під державно-приватним партнерством розуміють сукупність організаційно-правових, фінансово-економічних відносин та соціально-економічних дій держави спільно з приватним сектором, спрямованих на досягнення спільних цілей реалізації економічної політики держави.

У науковій літературі термін *державно-приватне партнерство* у двох значеннях:

- приватно-державне партнерство як принцип організації взаємодії держави та бізнесу, бізнесу та некомерційного сектору;
- приватно-державне партнерство як правова форма такої взаємодії (проект, програма тощо).

Сутність партнерства як принципу полягає в погодженні та врахуванні взаємних інтересів держави та бізнесу з приводу об'єкта партнерства, в системі надання певних пільг, які вможливають досягнення взаємовигідних цілей цих суб'єктів.

Сутність партнерства як форми взаємодії погоджених дій держави та бізнесу — це передусім їх правове й організаційне оформлення їх.

Можна виокремити шість основних ознак державно-приватного партнерства:

1. Сторони партнерства мають бути представлені як державним, так і приватним сектором економіки.

2. Взаємодія суб'єктів державно-приватного партнерства має бути чітко зафіксована в офіційних документах (угодах, контрактах тощо).

3. Взаємовідносини між учасниками державно-приватного партнерства мають здійснюватися на добровільних засадах.

4. Суб'єкти державно-приватного партнерства повинні мати конкретні цілі й чіткий державний інтерес.

5. Сторони державно-приватного партнерства мають об'єднувати свої зусилля для досягнення спільної мети.

6. Сторони державно-приватного партнерства повинні нести відповідальність за реалізацію інвестиційного проекту, витрати та ризики, а також брати участь у використанні отриманих результатів.

Наголосимо, що не кожне партнерство держави та приватного сектору може досягати поставлених цілей. Канадські фахівці сформували кілька умов, за яких партнерство шляхом об'єднання активів та управлінських навичок інститутів суспільства й приватного сектору, може бути ефективним:

- проект не може бути реалізований тільки за рахунок фінансування та професійної компетенції місцевих органів влади;
- за участі приватного партнера якість та рівень послуг буде вищим, ніж якби місцеві органи влади пропонували їх самостійно;
- участь приватного партнера дасть змогу скоротити термін реалізації проекту чи послуги;
- користувачі послуг є прихильниками залучення приватного партнера;
- є можливість конкуренції між потенційними приватними партнерами;
- немає нормативних чи законодавчих заборон щодо залучення приватного партнера для надання послуг чи реалізації проекту в певній сфері;

- результати діяльності легко виміряти й оцінити;
- витрати на реалізацію проекту чи робіт можуть бути покриті за рахунок встановлення оплати споживачам;
- проект чи здійснені роботи сприятимуть активізації інноваційного процесу;
- є позитивний досвід партнерств між місцевими органами влади та приватним сектором.

Позитивний досвід партнерства органів влади та приватного сектору мірою розвитку різних форм державно-приватного партнерства набуватиме дедалі більшої значимості, однак зараз ця умова в українській практиці застосована лише частково.

Об'єктивна необхідність розвитку державно-приватного партнерства як методу позабюджетного інвестування розвитку об'єктів інфраструктури для прискорення економічного зростання зумовлюється такими чинниками¹:

- наявністю бюджетних обмежень за дефіциту або профіциту бюджету: доходи бюджету незрівнянні з потребами в інвестуванні розвитку об'єктів інфраструктури, здатність бюджету забезпечити цільове інвестування розвитку інфраструктури, яка забезпечує економічне зростання, обмежена принципами формування та використання бюджету;

- бюджетні асигнування консервують відсталу структуру використання ресурсів. Ефективність бюджетного фінансування капітальних вкладень обмежена, оскільки підрядні контракти передбачають витратний підхід, а процес закупівлі зорієнтований на прості товари та послуги і не підтримують конкуренції пропозицій з ефективності (повної вартості будівництва й експлуатації об'єкта впродовж його життєвого циклу з урахуванням підвищення якості послуг);

- перехід від програмного бюджетного фінансування до проектного фінансування за рахунок позабюджетних джерел, а також перехід від адміністративного контролю бюджетних витрат унеобходнюють перетворення бюджетних ресурсів на інвестиційні ресурси.

У багатьох країнах використовують різні моделі державно-приватного партнерства, які реалізуються в різних формах залежно від способу участі, власності об'єкта інфраструктури, розподілу ризиків, тривалості співпраці. При цьому під моделлю державно-приватного партнерства ми розуміємо правове підґрунтя реалізації конкретного типу державно-приватного партнерства.

¹ Burger Ph., Tyson J. I., Coelho M. D. The Effects of the Financial Crisis on Public-Private Partnerships // IMF Working Paper.— 2009.— July // <http://www.imf.org>























Форми, в яких реалізується державно-приватне партнерство, різняться за рівнем відповідальності, яку держава чи приватний сектор беруть на себе за експлуатацію й технічне обслуговування, капітальні вкладення й фінансування, комерційний ризик і тривалість співпраці, і тим, кому належать активи.

Основними формами державно-приватного партнерства є: сервісний контракт, контракти на управління, контракти на будівництво й експлуатацію, лізинг, концесія¹ (табл. 2.9).

Контрактні взаємовідносини пропонують досягнення єдиної мети (наприклад, будівництво об'єктів), короткостроковість. Тривале володіння державною власністю не передбачається. Як видно з (табл. 2.9), усі ризики несе держава, фінансове забезпечення проекту також здійснюється органами влади. В державних контрактах усі умови прописані, заздалегідь при цьому вони не надають повної свободи бізнесу.

Таблиця 2.9

**ЗМІНА РОЛІ ПРИВАТНОГО СЕКТОРУ ЗАЛЕЖНО
ВІД ФОРМИ ПАРТНЕРСТВА**

Форми	Власність	Інвестиції	Ризик	Управління	Термін реалізації
Контракти на будівництво, експлуатацію, передання.	 				∞
Концесія					25—30 років
Лізинг			 		8—15 років
Контракт на управління					3—5 років
Сервісний контракт				 	до 1 року

 — держава  — приватний сектор

*Складено автором самостійно

Розглянемо вказані форми партнерства держави та приватного сектора детальніше.

¹ Захарченко П. В., Сосновський А. О., Гавриш О. М., Ушацький С. А. Проекти в галузі інфраструктури: партнерство державного та приватного секторів: Підручник.— К.: СПД Павленко, 2009.— 48 с.

1. Сервісний контракт. Мета сервісних контрактів — зниження вартості запропонованих державою послуг через залучення субпідрядників за конкурсом, у якому можуть брати участь підприємства й організації будь-якої форми власності. Зазвичай такі контракти укладають на короткий термін — від 6 місяців до 1 року. Відповідальність за управління проектами і капітальними інвестиціями покладається на державного партнера. Попри відносну простоту сервісні контракти мають бути чітко визначені та контрольовані.

2. Контракт на управління. Контракт на управління переносить відповідальність за управління і здійснення проекту, який є державним, на приватного партнера (приватне підприємство отримує фіксовану плату за управління проектом). Мета такого контракту — поліпшення управління деякими державними (муніципальними) активами чи майновими комплексами шляхом залучення на конкурсних засадах компетентної приватної управлінської компанії. У рамках контракту на управління влада передає приватному партнерові відповідальність за управління тією чи іншою системою і, як наслідок, ризики, пов'язані із забезпеченням працездатності системи. Відповідальність та ризики, пов'язані зі збиранням платежів за послуги, що надаються, та з окупністю інвестицій, залишаються за органами влади.

Контракти на управління будуть ефективними у двох випадках. По-перше, коли головною причиною залучення приватного капіталу є необхідність збільшення технічних можливостей та ефективне здійснення конкретних робіт, а другий можливий варіант — використання такого партнерства як попереднього рівня, який сприятиме залученню приватного сектору. За таких умов контракти на управління можуть стати ефективним способом розвитку довіри між приватним та державними секторами, а для державного партнера створюють умови, коли приватний партнер згоден перебрати на себе ризик підприємства.

3. Оренда (лізинг). У цьому разі приватний партнер орендує об'єкт у державного партнера й до того ж, бере на себе відповідальність за управління і здійснення ефективної діяльності. Можливість передання в оренду не лише наявного комплексу, а й юридичної особи, яка була відповідальна за надання послуг до укладання орендного договору. Оскільки інвестор має право на основний потік доходів, він поділяє велику частину комерційного ризику своєї діяльності. За правильно структурованого контракту дохідність приватного партнера залежатиме від того, наскільки

він зможе знизити витрати (ціни), але при цьому відповідати стандартам якості згідно з контрактом. Таким чином, у приватного партнера є стимул до ефективного функціонування. За органами влади залишається відповідальність за капітальні внески, які можуть частково чи повністю здійснюватися за рахунок орендної плати. За необхідності нових інвестицій держава забезпечує фінансування й поєднує інвестиційну програму з операційною та комерційною діяльністю інвестора.

4. Концесія. У концесіях приватний партнер несе відповідальність не тільки за управління й ефективне функціонування підприємства, також за інвестиції. Право власності на майно залишається у державного сектору, а право на нове створене інвестором майно повертається до держави по завершенні терміну контракту — зазвичай це 25—30 років. Основним чинником вибору контракту на концесію є ціна. Концесія регулюється контрактом, який встановлює мету функціонування, якість послуг, стандарти роботи, механізми визначення тарифів, правила поведінки в разі виникнення спірних ситуацій.

У рамках концепції державно-приватного партнерства, і передусім, за рахунок застосування концесій здійснюється довгострокова інвестиційна програма зі створення транс'європейських шляхів, телекомунікацій та енергетичних інфраструктур (400 млрд євро інвестицій упродовж 20 років). Лідером, зазвичай, виступають транспортні шляхи, а друге місце у світі посідають соціальні програми.

Так, у Великій Британії, Німеччині, Італії, Канаді, Франції проекти транспортної інфраструктури не перебувають на перших місцях. Відповідно лідером є — охорона здоров'я, і на другому місці — освіта, на третьому — автошляхи.

Аналіз світового досвіду переконує: в кожній країні є своя найпріоритетніша галузь, де застосовують механізм державно-приватного партнерства. Так, у США такою галуззю є автошляхи, у Великій Британії — охорона здоров'я та освіта, в Італії, Канаді та Франції — охорона здоров'я¹.

У країнах, що розвиваються, в структурі державно-приватного партнерства концесіям належить майже 70 % за кількістю та вартістю всіх проектів (табл. 2.10).

¹ Рожкова С. Анализ мирового опыта использования государственно-частного партнерства в различных отраслях экономики [електронний ресурс].—Режим доступа: <http://www.rcb.ru/rcb/2008-01/8902/>

Таблиця 2.10

КІЛЬКІСТЬ ПРОЕКТІВ ТА МОДЕЛІ ДЕРЖАВНО-ПРИВАТНОГО ПАРТНЕРСТВА

Сектор	Кількість проектів	Конце-сія	Приватиза-ція	Контракти на будівництво, експлуатацію, передання	Інші
Енергетика	1116	45	428	626	17
Телекомунікації	600	8	113	477	2
Транспорт	735	406	58	226	45
Водопостачання	261	110	20	81	50
Усього	2712				

* Розроблено автором самостійно з офіційного сайта Групи Світового банку [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.worldbank.org.ru>

У багатьох країнах розроблено правила (детермінанти) надання послуг на основі державно-приватного партнерства. Вони є підґрунтям для формування угод. Згідно з аналізом Міжнародного Валютного Фонду із використанням бази даних Світового банку щодо участі приватного сектору в інвестуванні інфраструктури детермінанти державно-приватного партнерства можна поділити на чотири групи.

Перша група. Державні фінанси та державний бюджет.

У країні, де спостерігається дефіцит бюджету чи є великий державний борг і відповідно необхідне скорочення державних витрат, існує велика ймовірність появи державно-приватного партнерства. І навпаки, в країні, яка має зовнішні джерела доходів і практикує використання бюджетних обмежень, менше передумов для залучення приватного капіталу до сектору інфраструктури.

Друга група. Макроекономічні умови.

Уряди, чия макроекономічна політика заслуговує на довіру, є передбаченою, ґрунтується на врахуванні інфляції, стабільному обмінному курсі та забезпечує економічне зростання, вочевидь використовуватиметься механізм партнерства державного та приватного секторів для інвестування в інфраструктуру. Оскільки інфраструктурні проекти потребують чималих інвестицій, приватний сектор братиме участь у державно-приватному партнерстві. Тільки він зможе отримати достатній дохід за контрактний період. Тому стабільні макроекономічні умови критично

важливі як гарантія відповідного тарифного режиму та прибутковості проекту.

Третя група. Розмір ринку.

Розмір ринку є важливим чинником участі приватного сектору в державно-приватному партнерстві, оскільки попит та купівельна спроможність — параметри, що визначають відшкодування витрат. Таким чином, чим більшим є ринок, тим вищою є імовірність партнерства між суспільним та приватним сектором.

Четверта група. Інститути.

Державно-приватне партнерство, як правило, виникає в політично стабільних країнах, які мають сильні й ефективні інститути та законодавство, при цьому захищають права інвесторів. Крім того, попередній позитивний досвід державно-приватного партнерства сприяє подальшому розвитку партнерства.

Детермінанти державно-приватного партнерства дають підставу стверджувати, що за умов економічної кризи механізми державно-приватного партнерства потребують коригувань, адже участь приватного сектору в інвестуванні інфраструктури буває неможливою враховуючи брак інвестиційних ресурсів.

Для успішної реалізації інвестиційних проектів на засадах державно-приватного партнерства укладають такі види договорів¹ (табл. 2.11).

Таблиця 2.11

**ОСОБЛИВОСТІ ВИДІВ ДОГОВОРІВ, ЯКІ ВИКОРИСТОВУЮТЬ
В ДЕРЖАВНО-ПРИВАТНОМУ ПАРТНЕРСТВІ**

Договір	Особливості
<i>Договір про співпрацю</i>	У цьому договорі економічно-організаційні питання співпраці регламентуються та встановлюються згідно з договором, партнери незалежні один від одного
<i>Договір про управління</i>	Учасники укладають його необмежений час і використовують для реалізації певного етапу або подолання певних недоліків у роботі
<i>Договір про реалізацію</i>	Державний сектор укладає контракт з приватним партнером, доручаючи йому створення компанії, технічне забезпечення (планування, будівництво, фінансування) і реалізацію з собівартості

¹ Закон України «Про державно-приватне партнерство» від 01.07.2010 року № 2404 — VI.

Договір	Особливості
<i>Лізинговий договір</i>	Будівництво та послуги плануються, фінансуються та забезпечуються через лізингові договори приватними гравцями чи державним сектором
<i>Концесійний договір</i>	У більшості випадків такі угоди укладаються між державним сектором (державою, муніципалітетом) його та компаніями. При цьому концесія визначається як тривалий процес співпраці між уповноваженими органами державної (муніципальної) влади та (приватними)

* Розроблено автором

Концесійний договір — це найсучасніша форма державно-приватного партнерства. Згідно з договором концесії приватний оператор отримує у володіння державні чи муніципальні інфраструктурні об'єкти з метою надання послуг. Важливим моментом договору концесії є прийняття концесіонером на себе фінансових обов'язків з інвестування в інфраструктурні системи. Вочевидь, інтерес бізнесу до таких контрактів можливий лише тоді, коли вони з прийнятними ризиками дають змогу забезпечити необхідну норму дохідності на вкладений капітал. Тому концесійні договори мають бути довготривалими для забезпечення повернення вкладених інвестицій.

Під концесією розуміють передання об'єкта державної чи муніципальної власності для будівництва, модернізації, реконструкції, експлуатації, управління, обслуговування та на визначених, закріплених у договорі умовах і відповідно до концесійного законодавства.

У науковій літературі існують різні трактування концесії, спільними рисами яких є: предмет концесії; мету концесії; один із суб'єктів — держава в особі різних органів влади; договір концесії; поворотність предмета концесії; платність концесії.

Наголосимо, що мета концесії — створення необхідних умов залучення інвестицій для використання, реконструкції, модернізації наявного чи створення нового державного об'єкта концесії, який має соціально-економічне значення.

Цінність концесійних договорів для будь-якої держави очевидна — це можливість перекласти на приватного інвестора фінансове навантаження чи його частину з виконання державних функцій або відповідних ризиків. Концесійна форма відносин має

тривалу історію. У розвитку концесійних відносин можна виокремити три етапи:

- перший період тривав від раннього Середньовіччя до відкриття Америки, його характерна риса — передання Королівських земель у володіння та використання;

- другий період пов'язаний з діяльністю таких компаній, як The East India company, The Hudson Bay company, які мали великі повноваження, вони здійснювали управління колоніальними територіями. За доби колоніалізму концесії фактично були формою економічної експлуатації країн, що розвиваються, й характеризувалися нерівністю прав концесіонера і концесіодавця. Під час звільнення від колоніальної залежності більшість концесій було або лібералізовано, або зазнали ретельного перегляду. Період колоніалізму надав поняттю «концесія» негативних рис;

- на третьому — сучасному — етапі концесійні відносини закріплюються на договірних засадах. У цьому разі пропонується поєднання прав та обов'язків концесіонера та концесіодавця.

Концесійні угоди в сучасному розумінні вперше з'явилися в Європі, спершу у Франції, потім у Німеччині, Італії, Великій Британії та інших європейських країнах переважно у сфері місцевого комунального господарства, а потім і стосовно інших об'єктів.

У Великій Британії зараз налічується понад 450 проектів приватно-державного партнерства, що становить приблизно 20 % усіх інвестицій в інфраструктуру, при цьому частина цих проектів реалізується за рахунок концесійного механізму. У сучасному світовому господарстві концесійні угоди поширилися майже в усіх країнах світу.

На нашу думку, зацікавленість приватного сектору в концесіях зумовлена такими причинами:

- отримання у тривале володіння та використання державних активів, які йому не належать, часто на пільгових умовах плати за концесію;

- здійснення інвестицій та гарантія їх повернення, бо держава як партнер концесіонера перебирає на себе певні ризики із забезпечення мінімального рівня рентабельності;

- маючи свободу в плані господарювання, може за рахунок підвищення продуктивності праці та нововведень збільшити загальну прибутковість бізнесу в період чинності концесії;

- за рахунок партнерства з державою отримує гарантійний ринок збуту для продукції, яка реалізується на засадах концесії.

Отже, саме концесійна форма залучення капіталу є найефективнішою при реалізації довгострокових інвестиційних проектів.

Світова практика засвідчує можливість застосування концесії в таких сферах економіки, як:¹

- житлово-комунальне господарство (водовідведення, теплопостачання, водопостачання та проекти у сфері енергозбережень);
- транспорт;
- спорт (будівництво стадіонів та інших спортивних споруд);
- освіта (будівництво/реконструкція шкіл, університетів, гуртожитків);
- культура (реставрація пам'ятників, будівництво музейних комплексів);
- інше.

Характерна риса концесій у сфері інфраструктури полягає в тому, що діяльність концесіонера замінює, по суті, діяльність публічних органів влади, а продукція та надані ними послуги мають забезпечувати потреби суспільства. Концесіодавець перекладає частину своїх функцій на концесіонера, залишаючись при цьому гарантом збереження суспільних інтересів; у концесійному договорі може бути передбачення право концесіодавця в односторонньому порядку змінити умови концесійного договору.

Центральним питанням концесій у реалізації інвестиційного процесу є ціни та тарифи й продукцію та послуги, що їх концесіонери надають своїм клієнтам.

Розглянемо класифікацію концесії, яку можна диференціювати за організаційними та галузевими ознаками.

За організаційною ознакою концесії поділяють на:

- будівництво, управління, передання (Built, Operate and Transfer — BOT). Концесіонер здійснює будівництво й експлуатацію об'єкта впродовж концесійного терміну. Концесіонер має право використовувати об'єкт, який у разі завершення терміну договору повертається державі;
- механізм BOT є одним із самих найпоширеніших у світі. За його допомогою було зведено електростанції у Туреччині, Індії, Таїланді, побудовано систему водопостачання в Аргентині та Чилі, шляхопровід у Південній Кореї й Малайзії, аеропорти в Єгипті, Греції, Канаді, США;
- будівництво, передання, управління (Built, Transfer and Operate — BTO). Концесіонер зводить об'єкт і одразу після завер-

¹ Економічний діалог: партнерство заради прогресу // Я. А. Жаліло, І. М. Акімова, Д. В. Ляпін та ін.— К.: НІСД, 2007. — 27 с.

шення передає його в державну власність. Після цього концесіонер відповідно до угоди наділяється правом використання об'єкта¹;

- браунфілд-контракт (Brawnfield contract) — предметом концесії діяльність з розширення, відновлення, реконструкції наявного об'єкта. Нове будівництво не передбачається;

- будівництво, володіння, управління (Built, Own, Operate, — BOO) чи грінфілд-проект (Greenfield project). Концесіонер зводить новий об'єкт, отримує на нього право власності і здійснює управління ним упродовж необмеженого терміну. Приводом для розірвання контракту може стати тільки управління цим об'єктом неналежним чином, із недотриманням інтересів кінцевих споживачів;

- будівництво, володіння, управління, передавання (Built, Own, Operate and Transfer — BOOT). Різновид попереднього типу концесій. У цьому разі по завершенні визначеного в угоді терміну об'єкт передається державі. Протягом контрактного терміну концесіонер здійснює володіння та розпорядження об'єктом²;

- модернізація, володіння, передавання (Rehabilitate, Own, Operate — ROT). Цей механізм пропонує передавання наявного об'єкта, який перебуває в державній власності в приватні руки на засадах здійснення модернізації цього об'єкта з подальшою експлуатацією та поверненням у власність держави;

- модернізація, володіння, управління та передавання (Rehabilitate, Own, Operate, Transfer — ROOT). Концесіонер модернізує переданий йому в тимчасове володіння та управління об'єкт, який по завершенні терміну договору повертається державі.

Деякі дослідники в рамках цієї класифікації виокремлюють ще кілька організаційних форм концесії:

- лізинговий контракт (lease contract) — лізингоотримувач бере для використання у лізингодавця вже готовий об'єкт. За право експлуатації об'єкта лізингодавець отримує лізингові платежі;

- контракт на обслуговування (service contract) — концесіонер отримує в експлуатацію від держави побудований об'єкт. Прибуток концесіонера в цьому разі створюється за рахунок зменшення витрат;

¹ Точицкая И., Неуманн А. Партнерство государственного и частного секторов / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.research.by>>.

² Длугопольський О. «Державний сектор» Versus «Приватний сектор»: синергія ефективності через державно-приватне партнерство // Світ фінансів.— 2010.— № 1.— С 74—93.

- контракт на управління об'єкта (management contract) — держава укладає контракт із приватним сектором;

- «під ключ» (turnkey) — держава фінансує, а приватний сектор проектує, будує, управляє об'єктом.

За галузевою ознакою концесії умовно поділяють на дві основні форми: транспортні (дорожні) та комунальні у сфері місцевого та муніципального господарства. У першому випадку виняткові права концесіонера пояснюються здійсненням природної монополії (метро, залізниці, трубопровідний транспорт та інші).

З огляду на специфіку класифікації концесії відрізняються ще кілька видів:

- для об'єктів, які використовуються у виробничих цілях, надання комунальних, транспортних і комунікаційних концесій;

- для об'єктів невикористаної інфраструктури: концесії у сфері культури та освіти (об'єктами концесійної угоди можуть бути школи, ліцеї, музеї, театри);

- концесії у сфері охорони здоров'я (лікарні, диспансери), концесії у сфері дозвілля та відпочинку (парки, сади, стадіони, басейни, спортивні зали);

- концесії у сфері релігії (культові заклади, кладовища), концесії на утилізацію відходів, будівництво очисних споруд.

Концесійні угоди відображають багатоаспектний і довготривалий характер взаємовідносин держави та приватного сектору, а розподіл ризиків між усіма учасниками гарантує сталість таких проектів. У зв'язку з цим саме концесійна форма партнерства держави та приватного бізнесу здебільшого використовується для залучення капіталу в галузі виробничої інфраструктури, зокрема для будівництва платних автомагістралей.

Зазначимо також, що концесія як форма партнерства має певні недоліки: довготривалі терміни співпраці, чітко фіксовані умови угоди за обтяжені ризиком негнучкості відносин держави та бізнесу. Оскільки ринкова економіка постійно змінюється, це може призвести до недоотримання потрібних результатів усіма учасниками партнерства. До того ж, нечіткість умов концесійної угоди може спричинити фінансові зловживання як з боку концесіонера, так і з боку уповноважених державних органів.

Підвищення якості запропонованих концесіонером послуг населенню досягається лише тоді, коли державні органи та їхні представники виступають по-справжньому надійними незалежними контролерами. Якщо концесіодавець повністю стає на позиції споживачів, можливе необґрунтоване скорочення доходів концесіонера, необхідних для забезпечення ефективності його

участі в проєкті. У міжнародній практиці Відома ситуація, за якої концесіодавець цілком та повністю відстоює позицію концесіонера. Це, як правило, відбувається в разі виникнення «неформальних» відносин між організацією — концесіонером та представниками державних контролюючих органів. При цьому спостерігається зростання цін на надані послуги, окремим учасникам ринку пропонують привілейований статус. Будь-який із названих наслідків негативно впливає на ефективність концесійного механізму і може дискредитувати його застосування.

Утім, нині партнерство на основі концесій у сфері інфраструктури успішно використовується більш як у 120 країнах світу, — і в тих, що мають високий розвиток, і в країнах, що розвиваються.

Важливою складовою будь-якого концесійного договору є розподіл ризиків між державою та приватним інвестором, який має включатися в загальні умови концесійного контракту й становити економічне підґрунтя його. У разі передання об'єктів у концесію виникають певні ризики:

- державні ризики — це ризики, пов'язані з діяльністю державних органів влади та за участі держави як партнера в проєктах¹;
- політичні ризики — (зміна законодавства тощо);
- бізнес-ризики — ризики, пов'язані з підвищенням цін на обладнання, матеріали, кредити, форс-мажорні обставини;
- суспільні ризики — ризики пов'язані з протестами населення, громадських та міжнародних організацій;
- непередбачувані ризики — ризики пов'язані з діяльністю концесіонера (розорення, банкрутство, злиття компаній тощо).

Окрім того, слід сказати, що взаємодія влади та бізнесу містить чимало ризиків для суспільства. Розглянемо ризики співпраці держави та бізнесу (табл. 2.12).

Застосування державно-приватного партнерства може принести користь усім партнерам за умови, що ризики, притаманні такій співпраці, добре проаналізовані протягом усього життєвого циклу реалізації інвестиційного проєкту. Таким чином, ризик, який стосується одного партнера, впливає і на проєкт, і на решту учасників договірних відносин. Тому партнери завжди зацікавлені в мінімізації ризиків, котрі є перепорою успішній реалізації проєктів.

¹ Риски бизнеса в частно-государственном партнерстве / Национальный доклад, руководитель авторского коллектива С. Е. Литовченко // Общество и экономика.— 2007.— № 5.— С. 110—180.

РИЗИКИ СПІВПРАЦІ ДЕРЖАВИ ТА ПРИВАТНОГО СЕКТОРУ

Ризики	
Для приватного сектору	Для органів державної та місцевої влади
<ul style="list-style-type: none"> • та високі ризики капітальних вкладень в об'єкти інвестування; • проблема тарифного регулювання; • неповне виконання обов'язків бюджету; • можливе невиконання владою певних укладених угод; • інше 	<ul style="list-style-type: none"> • невідповідний контроль регуляторних органів призведе до вилучення монопольної ренти, зорієнтованої на прибуток, приватними компаніями-операторами; • для забезпечення окупності інвестиційної програми доведеться підвищити тарифи або ціни; • можливе банкрутство компанії-оператора може мати більш негативні соціальні наслідки для населення, а також знизити коефіцієнт довіри населення до органів влади; • інше

* Розроблено автором

Отже, за українських реалій така форма співпраці, як державно-приватне партнерство підтверджує свою життєздатність. Аналіз співпраці держави та бізнесу дав змогу виявити деякі особливості державно-приватного партнерства: підвищення взаємної довіри між приватним та державним секторами сприятиме ефективній реалізації соціально-економічних, інноваційно-інвестиційних завдань, які нині постають перед органами влади; в майбутньому найімовірніше буде переважати така форма державно-приватного партнерства, за якої держава, а не споживач компенсуватиме концесіонеру частину витрат; за сучасних умов необхідна реалізація інвестиційних проектів, спрямованих на просте та розширене відтворення об'єктів інфраструктури, незалежно від їхньої інноваційної складової, характерної для розвинених країн.

Порівняння різних форм державно-приватного партнерства дало підстави для висновку: саме за допомогою концесійної форми залучення капіталу можливий вихід з фінансової кризи, однак для подальшого її розвитку доведеться вдосконалювати чинні механізми й обирати нові науково обґрунтовані пріоритети розвитку на двох основних рівнях: держави та регіонів.

ТЕНДЕНЦІЇ ФОРМУВАННЯ ДЖЕРЕЛ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВ

3.1. Формування інвестиційного потенціалу вітчизняних підприємств

Т. В. Майорова

Як зазначено в «Експертній доповіді Національного інституту стратегічних досліджень»¹, вихід економіки України на новий рівень конкурентоспроможності вимагає розширення інвестиційних можливостей суб'єктів господарювання на основі якісного вдосконалення фінансової системи, першою чергою, через посилення орієнтації на використання внутрішніх ресурсів, що потребує зміни моделі поведінки підприємств від споживчої до інвестиційної.

Однак на етапі виходу України з депресії на заваді ефективному використанню фінансових ресурсів в інвестиційному процесі стають: несприятливе інституціональне середовище в частині правового й інформаційного забезпечення фінансової діяльності, слабкість механізмів захисту прав інвесторів, дефіцит «довгих» ресурсів, надмірне боргове навантаження, низький рівень залучення заощаджень населення у грошово-кредитний обіг та ін.

Утім, відтворення основних фондів потребує належного ресурсного забезпечення, тобто формування необхідних інвестиційних ресурсів. Цей процес передбачає відокремлення значної частини сукупного суспільного продукту від особистого та поточного виробничого споживання. Інвестиційні ресурси, спрямовані на ці цілі, вилучають із процесу розширеного відтворення на пе-

¹ Послання Президента України Віктора Януковича до Українського народу (з Експертною доповіддю НІСД «Україна ХХІ століття. Стратегія реформ і суспільної консолідації») / Укладач А. В. Єрмолаєв. — К.: НІСД, 2010. — 128 с.

ріод до введення в дію основних фондів. У майбутньому вони поступово відшкодовуються інвесторові в процесі експлуатації об'єктів, випуску й реалізації виробленої продукції.

Обмеження власних засобів, наявність інфляційних процесів, високі відсоткові ставки банківських кредитів, що в основному перевищують рентабельність виробничої діяльності, потребують теоретичного обґрунтування та можливості практичного застосування за умов кризи. Саме тому дослідження особливостей формування інвестиційних ресурсів вітчизняними підприємствами за економічної нестабільності є сьогодні надзвичайно актуальними.

Під *інвестиційними ресурсами* ми розуміємо фінансові, матеріальні та нематеріальні ресурси, що залучаються для здійснення вкладень в об'єкти інвестування¹.

Джерелом розширеного відтворення є накопичення, тобто частина національного доходу, спрямована на технічний розвиток виробництва, створення резервів і розширення основних фондів. У натурально-речовій формі накопичення складається із приросту основних фондів виробничого та невиробничого призначення, матеріальних засобів та резервів. Грошовим джерелом накопичення є частина національного доходу, що при первинному розподілі має форму чистого прибутку (форму реалізації додаткового продукту, що утворюється у сфері матеріального відтворення): прибутку, додатку на додану вартість, чистого прибутку агропромислових господарств та інших накопичень підприємств.

Необхідно зауважити, що досить часто допускається ототожнення джерел відтворення основних фондів із джерелами фінансування капітальних вкладень, проте економічна сутність їх є різною. Джерела відтворення формуються значно раніше за джерела фінансування капітальних вкладень, мають форму фонду відшкодування валового національного продукту та накопичуваної частини національного доходу, є первинними доходами суспільства. У процесі їх перерозподілу утворюються вторинні доходи, певна частина яких набуває форми джерел фінансування капітальних вкладень.

Наведена на рис. 3.1 схема порядку формування інвестиційних ресурсів на підприємстві унаочнює лише створення національних інвестиційних ресурсів і не враховує такого джерела, як іноземний капітал. З іншого боку, необхідно пам'ятати, що певну

¹ Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: [Підручник] / Т. В. Майорова. — К.: Центр навчальної літератури, 2009. — С. 361.

частину національних інвестиційних ресурсів вкладають за кордоном, тобто відбувається відплив капіталу з країни.

У зв'язку з цим формування інвестиційних ресурсів країни можна подати так: **Національні інвестиційні ресурси + Іноземні інвестиційні ресурси – Відплив капіталу за кордон = Національні інвестиційні ресурси + Сальдо міжнародного руху капіталу.**



Рис. 3.1. Порядок формування національних інвестиційних ресурсів

Усі інвестиційні ресурси (національні та іноземні) прямо чи опосередковано залучаються підприємством на ринку інвестованого капіталу.

Схематично процес формування на підприємстві інвестиційних ресурсів через ринок інвестиційного капіталу можна подати чином, що національні та іноземні кошти фізичних, юридичних осіб і держави можуть потрапити до підприємства двома шляхами: безпосередньо або через фінансово-кредитну сферу (рис. 3.2).

У першому випадку це може відбуватися шляхом:

- 1) купівлі власниками заощаджень цінних паперів підприємств на первинному ринку;
- 2) надання державою підприємству дотацій, субсидій, пільгових кредитів тощо;

- 3) внесення національними та іноземними інвесторами коштів у статутний фонд підприємства на умовах участі в капіталі;
- 4) об'єднання капіталів підприємств.

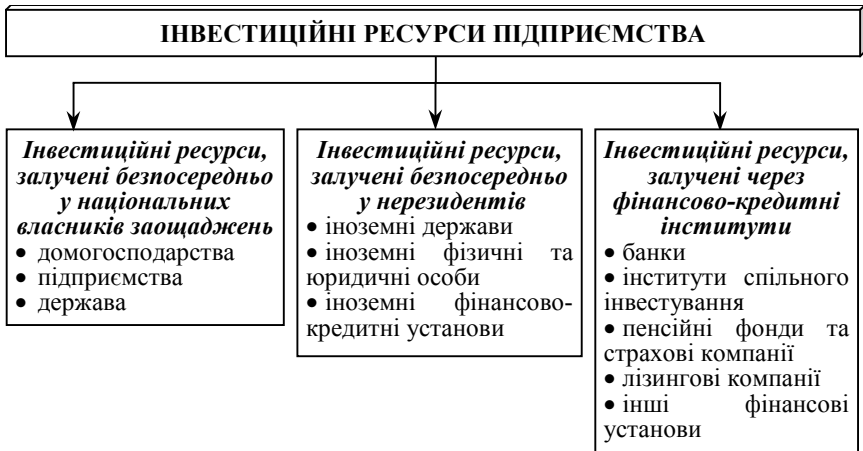


Рис. 3.2. Формування інвестиційних ресурсів підприємства через інвестиційний ринок

Другий, основний потік заощаджень потрапляє спершу до посередників і набуває форми депозитів комерційних банків, внесків у пенсійні й інвестиційні фонди або у страхові компанії. Посередники, акумулюючи кошти населення та інших економічних суб'єктів, зобов'язані реінвестувати довірені їм заощадження із прибутком до моменту їх повернення власникові, тому вони виходять на інвестиційний ринок як інституціональні інвестори та кредитори.

Таким чином, ресурси, залучені підприємством на інвестиційному ринку, додаються до тих, що підприємство має у своєму розпорядженні, й утворюють його сукупні інвестиційні ресурси. Велика тривалість інвестиційного циклу та висока вартість інвестиційних об'єктів вимагають виділення спеціальних матеріальних та нематеріальних ресурсів, економічний обіг яких опосередковується через грошові кошти, в процесі використання яких реалізується значна частка накопиченого національного доходу та фонду відшкодування, спожитих у процесі відтворення основних фондів з метою накопичення.

Усі інвестиційні ресурси, що формуються на підприємстві для реалізації його інвестиційної діяльності, можуть викорис-

товуватися у фінансовій, матеріальній, нематеріальній та трудовій формах. Проте саме фінансові ресурси, зокрема грошові кошти в інвестиційній діяльності відіграють найважливішу роль. По-перше, вони можуть трансформуватися у будь-яку іншу форму інвестиційних ресурсів шляхом придбання предметів та знарядь праці, інновацій, робочої сили та інших елементів виробництва; по-друге, тільки грошові кошти дають можливість інвесторові обирати будь-який об'єкт інвестування. Інвестиційні ресурси у вигляді цінних паперів, які вкладаються в об'єкти інвестування, зокрема в статутний фонд, в Україні майже не використовуються. Інвестиційні ресурси у формі матеріальних, нематеріальних і трудових вкладаються винятково в процес виробництва.

Як свідчать дані Державного комітету статистики України (табл. 3.1), головним джерелом фінансування капітальних вкладень, як і раніше, залишаються власні кошти підприємств та організацій, причому питома вага їх у структурі джерел від 2005 до 2009 року постійно збільшувалася з 57,4 % до 67 % відповідно. Натомість у 2010 році за попередніми даними частка власних коштів у загальній структурі знизилася майже на 6 % і становила 60,8 %.

Таблиця 3.1

**КАПІТАЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ ЗА ДЖЕРЕЛАМИ ФІНАНСУВАННЯ,
НА КІНЕЦЬ ПЕРІОДУ¹, %**

Період	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Усього, у т.ч. за рахунок:	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
коштів державного бюджету	5,5	5,5	5,6	6,5	4,3	5,8
коштів місцевих бюджетів	4,2	4,3	3,9	4,5	2,6	3,4
власних коштів підприємств та організацій	57,4	57,8	56,5	59,8	67,0	60,8
коштів іноземних інвесторів	5,0	3,7	3,5	3,4	3,9	2,1
коштів інвестиційних фондів	...	5,6	5,2	1,5	1,7	2,5
коштів населення на індивідуальне житлове будівництво	3,3	4,1	4,5	3,4	5,9	8,6
кредитів банків та інших позик	14,8	15,5	16,6	14,3	13,0	12,3
інших джерел фінансування	9,8	3,5	4,2	6,6	1,6	4,5

¹ Складено автором за даними: Капітальні інвестиції за джерелами фінансування / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Так, у 2009 році скоротилися інвестиційні видатки державного та місцевого бюджетів; якщо від 2005 до 2008 року спостерігалася зростання державних інвестицій, то 2009-го вони скоротилися на 2,2 %. Аналогічно кошти місцевих бюджетів у 2009 році скоротилися стосовно 2008-го на 1,9 %.

Суттєво зменшилася частка коштів інвестиційних фондів: з 5,2 % у 2007-му до 1,5 % та 1,7 % відповідно у 2008 і 2009 роках.

Якщо до 2007 року ми спостерігали збільшення кредитів на фінансування капітальних вкладень, то наприкінці 2009-го їхня частка скоротилася на 3,6 % і становила 13 %.

Найбільший приріст у структурі джерел зафіксовано щодо коштів населення на індивідуальне житлове будівництво: з 3,4 % у 2008-му до 5,9 %, у 2009 році.

Майже незмінною впродовж 4 років є ситуація з іноземними інвестиціями, які в структурі джерел становлять від 3,7 % у 2006 до 3,9 % у 2009 році. Однак згідно з попередніми даними за 9 місяців 2010 року частка іноземних інвестицій у структурі джерел фінансування зменшилася на 1,6 %.

Головною причиною зниження власних коштів у структурі фінансування капітальних вкладень, зокрема у 2009 році, було те, що фінансовий результат від звичайної діяльності вітчизняних підприємств 3 цьому році був від'ємним і становив (–42414,7) млн грн (табл. 3.2).

Крім того, спостерігається збільшення відсотка збиткових підприємств у кількісному значенні з 32,5 % у 2007-му до 43,5 % у 2010 році.

Негативна тенденція формування власних інвестиційних ресурсів унеможливорює в майбутньому акумулювання підприємствами ресурсів для майбутніх інвестицій, бо:

- 1) чистий прибуток та амортизаційні відрахування як основне джерело фінансування інвестицій відсутні;
- 2) банки не надаватимуть кредитів збитковим підприємствам;
- 3) акції та облігації збиткових підприємств не є привабливими для нових інвесторів;
- 4) збитковість підприємств унеможливорює залучення іноземних інвестицій;
- 5) державні асигнування на фінансування інвестиційних проєктів надаються винятково рентабельним підприємствам.

До власних джерел фінансування капітальних інвестицій відносять також амортизацію, яка формується в результаті перенесення вартості основних фондів на вартість продукту та в сукупності формує амортизаційний фонд. В інвестиційній ді-

яльності амортизація підприємства відіграє економічну та податкову роль¹.

Таблиця 3.2

ФІНАНСОВІ РЕЗУЛЬТАТИ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВ²
(НА КІНЕЦЬ ПЕРІОДУ, МЛН ГРН)

Роки	Фінансовий результат від звичайної діяльності до оподаткування	Підприємства, які одержали прибуток		Підприємства, які одержали збиток	
		у % до загальної кількості підприємств	фінансовий результат	у % до загальної кількості підприємств	фінансовий результат
2005	64 370,8	65,8	89 165,1	34,2	24 794,3
2006	76 253,4	66,5	110 648,6	33,5	34 395,2
2007	135 897,9	67,5	182 994,4	32,5	47 096,5
2008	57 910,2	66,1	140 934,2	33,9	83 024,0
2009	-42 414,7	60,1	144 059,2	39,9	186 473,9
2010 листопад	49 692,7	56,4	130 665,7	43,6	80 973,0

Економічна роль амортизації полягає у фактичному відшкодуванні наявних основних фондів, крім того, відповідні амортизаційні відрахування відображають реальне знецінення основного капіталу в процесі виробництва та надання послуг і відносяться на витрати діяльності суб'єктів господарювання.

Податкова роль амортизації полягає у фінансовому відшкодуванні основного капіталу за рахунок зменшення оподатковуваного прибутку на суму амортизаційних відрахувань (податкова амортизація) й отримання податкової знижки.

Амортизаційна політика впродовж багатьох років залишається найслабкішою ланкою економічної політики, оскільки сформована амортизаційна система не виконує своїх головних функцій — не створює зацікавленості підприємств в оновленні основних фон-

¹ Про Концепцію амортизаційної політики: Указ Президента України від 7 березня 2001 року № 169/2001.

² Розроблено автором самостійно за: Фінансові результати від звичайної діяльності підприємств до оподаткування за видами економічної діяльності за січень-листопад 2010 р. / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.ukrstat.gov.ua>

дів, упровадженні наукових розроблень та новітніх технологій у виробництво.

Про незадовільне використання потенціалу амортизації як ефективного інструменту та внутрішнього джерела фінансування оновлення основних фондів свідчить наявність тенденцій до постійного збільшення рівня зносу основних засобів, попри значні обсяги інвестицій в основний капітал. Так, починаючи з 2000 року в Україні відбувається стрімке підвищення зносу основних засобів: від 43,7 % у 2000 році до 74,9 % у 2010-му, або на 31,2 % (табл. 3.3). Причому найсуттєвішим зниження вартості основних засобів було у 2010 році, коли за один рік рівень зносу збільшився на 14,9 %.

Таблиця 3.3

**РІВЕНЬ ЗНОСУ ОСНОВНИХ ЗАСОБІВ В УКРАЇНІ ТА РОСІЙСЬКІЙ
ФЕДЕРАЦІЇ У 2000—2009 РОКАХ¹**

	Вартість основних засобів у фактичних цінах на кінець року в Україні, млн грн		Рівень зносу на кінець звітної періоду, %	
	первинна (переоцінена) вартість	залишкова вартість	в Україні	у Російській Федерації
2000	828 822	466 448	43,7	39,3
2001	915 477	503 278	45,0	41,1
2002	964 814	512 235	47,2	44,0
2003	1 026 163	538 837	48,0	43,0
2004	1 141 069	587 453	49,3	43,5
2005	1 276 201	661 565	49,0	45,2
2006	1 568 890	774 503	51,5	46,3
2007	2 047 364	993 346	52,6	46,2
2008	3 149 627	1 251 178	61,2	45,3
2009	3 903 714	1 597 416	60,0	45,3
2010	6 648 861	1 731 296	74,9	47,1

Натомість в Російській Федерації за той самий період рівень зносу основних засобів збільшився від 39,3 % до 47,1 %, або на

¹ Розроблено автором самостійно за даними Державного комітету статистики України / [електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>; Федеральної служби державної статистики Російської Федерації / [електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.gks.ru>

7,8 %, окрім того з 2008 року спостерігається позитивна тенденція, за якої рівень зносу скоротився на 0,9 %.

Якщо проаналізувати стан основних засобів за сферами діяльності, побачимо, що найбільший знос мають основні фонди підприємств транспорту та зв'язку — 94,4 %, промисловості — 63,0 %, у тому числі переробної — 66,8 %, виробництва та розподілення електроенергії, газу та води — 60,7 %, заклади освіти — 62,5 % (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

**НАЯВНІСТЬ І СТАН ОСНОВНИХ ЗАСОБІВ В УКРАЇНІ,
ЗА СФЕРАМИ ДІЯЛЬНОСТІ ЗА 2010 РІК¹**

Сфери діяльності	У фактичних цінах на кінець року, млн грн		Рівень зносу, %
	первісна (переоцінена) вартість	залишкова вартість	
Усього*	6 648 861	1 731 296	74,9
сільське господарство, мисливство, лісове господарство	113 388	67 110	40,8
сільське господарство, мисливство та пов'язані з ними послуги	111 334	66 069	40,7
лісове господарство та пов'язані з ним послуги	2054	1041	49,3
рибальство, рибицтво	1055	483	54,2
промисловість	1 101 199	407 619	63,0
видобувна	1 141 164	73 695	47,8
переробна	705 712	233 963	66,8
виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	254 323	99 958	60,7
будівництво	63 113	31 473	50,1
торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	106 254	72 190	32,1
діяльність готелів та ресторанів	31 023	17 557	43,4

¹ Розроблено автором самостійно за даними Державного комітету статистики України / [електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Закінчення табл. 3.4

Сфери діяльності	У фактичних цінах на кінець року, млн грн		Рівень зносу, %
	первісна (переоцінена) вартість	залишкова вартість	
діяльність транспорту та зв'язку	3 816 055	213 176	94,4
фінансова діяльність	54 676	38 992	28,7
операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	798 044	445 614	44,2
державне управління	50 971	27 184	46,6
освіта	72 520	27 184	62,5
охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	62 377	30 685	50,8
надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури та спорту	270 216	250 300	7,4
<i>Із загального підсумку</i>			
вартість житлових будівель	621 864	328 526	47,2

* Включно з вартістю земельних ділянок, інвестиційної нерухомості, тварин (які використовуються в іншій, ніж сільськогосподарська діяльність), що не розподіляється за видами економічної діяльності.

Можна погодитися з науковцями, які вважають, що з метою відтворення у підприємств мотивації до інвестування в нові основні фонди доцільно скасувати порядок, за яким витрати на поліпшення основних фондів включають до складу валових витрат¹. На суму витрат на поліпшення основних фондів має збільшуватися вартість основних фондів відповідної групи, а зазначені витрати мають амортизуватися у складі основних фондів. Продовження практики віднесення витрат на поліпшення основних фондів до складу валових витрат посилюватиме технологічне відставання української економіки. Проти такої пропозиції можливі заперечення з боку платників податку на прибуток, передусім підприємств гірничо-металургійного комплексу, які включа-

¹ Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: В 3-х т. — Т. 3: Фінанси підприємств: тенденції, стан і проблеми управління / За ред. Даниленка. — К.: Фенікс, 2008. — С. 89—91.

ють значні суми витрат на поліпшення основних фондів до складу валових витрат у повному обсязі.

Зарубіжний досвід, зокрема Німеччини¹, свідчить, що одним із найбільш найефективніших у плані достатності джерела фінансування оновлення основних засобів та нематеріальних активів, є нарахування амортизації, що виходить з їх відновлюваної вартості, а не з первинної чи залишкової вартості. Перевага зазначеного підходу полягає в тому, що за умов постійного зростання цін відновлювана вартість є більшою за первинну чи проіндексовану залишкову. За незмінності інших складових амортизаційного механізму нарахована на відновлювану вартість амортизація є більшою за амортизацію, нараховану на первинну чи проіндексовану залишкову вартість. При цьому нарахована на відновлювану вартість амортизація в будь-який момент є адекватною вартості нових основних засобів та нематеріальних активів, що робить її достатньою для самофінансування. У результаті суттєво скорочується потреба у спрямуванні на процеси оновлення основних засобів частини прибутку, банківських позик, коштів від розміщення боргових цінних паперів, збільшення статутного капіталу та інших джерел.

Однак в Україні ще не сформована ринкова інфраструктура, необхідна для застосування на практиці нарахування амортизації, що виходить з відновлюваної вартості. На етапі свого становлення перебуває така сфера діяльності, як оцінювання бізнесу. Досить часто оцінка необоротних активів є суб'єктивною і не визнається суспільством. Нерозвиненими та монополізованими є оптові ринки основних засобів, будівельних матеріалів та послуг. Відсутня методична й нормативно-правова база визначення відновлюваної вартості основних засобів та нематеріальних активів. Через це на даному етапі нарахування амортизації за відновлюваною вартістю може бути використано підприємцями для мінімізації податкових зобов'язань із податку на прибуток підприємств, а тому є передчасним.

На думку автора, для подальшого вдосконалення механізмів нарахування амортизації з метою активізації інвестиційних процесів на виробництві необхідно:

- переглянути нинішні підходи до нарахування амортизації й запровадити для кожної групи основного капіталу економічно обґрунтовані індикативні норми для нарахування економічної

¹ Inlandsproduktsrechnung. Bruttoanlagenvermögen nach Vermögensarten. — Режим доступу: <http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms>

амортизації та діапазони припустимих відхилень, у межах яких суб'єкти господарювання самостійно обирають конкретні норми економічної амортизації;

- надавати податкові знижки лише тим суб'єктам господарювання, які мають документальне підтвердження інвестиційного використання коштів амортизаційного фонду;

- збільшити кількість методів нарахування амортизаційних відрахувань;

- розробити класифікацію основного капіталу за групами відповідно до характеру і термінів його використання та зносу;

- затвердити максимальні граничні рівні податкової амортизації, в межах яких її обсяг може перевищувати обсяг економічної амортизації.

У результаті проведення цих заходів очікується: поліпшення фінансових результатів господарювання суб'єктів господарської діяльності; створення умов для формування додаткових інвестиційних ресурсів суб'єктами господарювання; формування бази даних для об'єктивної оцінки параметрів руху основного капіталу, необхідної для розроблення прогнозів та програм економічного і соціального розвитку.

У цьому контексті зазначимо, що тенденції до зниження частки власного капіталу в структурі фінансових ресурсів підприємств можна оцінювати по-різному. З одного боку, підприємства, що використовують переважно власний капітал, мають найвищу фінансову стійкість, а з іншого — вони обмежують темпи свого розвитку, оскільки не можуть забезпечити формування необхідного додаткового обсягу активів для розширення господарської діяльності за сприятливої кон'юнктури ринку підприємство, яке використовує переважно власний капітал. Не виключено, що є згасаючим, оскільки не використовує позикового капіталу для зростання доходності виробництва. Поштовхом до оновлення технології виробництва й асортименту вироблюваної продукції може стати лише його збитковість.

Наприклад, у Російській Федерації частка власних коштів, спрямованих на фінансування інвестицій в основний капітал становила у 2010 року 41,0 % (табл. 3.5), що на 19,8 % менше, ніж в Україні за аналогічний період.

Крім того, майже вдвічі перевищує питома вага бюджетних асигнувань (федерального бюджету та бюджету суб'єктів федерацій) у структурі джерел фінансування в Російській Федерації — 19,5 %, тоді як в Україні це лише 9,2 %.

Таблиця 3.5

ІНВЕСТИЦІЇ В ОСНОВНИЙ КАПІТАЛ У РОСІЙСЬКІЙ ФЕДЕРАЦІЇ
ЗА ДЖЕРЕЛАМИ ФІНАНСУВАННЯ¹

Роки	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Інвестиції в основний капітал: усього	100	100	100	100	100	100	100
в тому числі за джерелами фінансування:							
<i>а) власні кошти</i>	<i>45,4</i>	<i>44,5</i>	<i>42,1</i>	<i>40,4</i>	<i>39,5</i>	<i>37,1</i>	<i>41,0</i>
прибуток, що залишається в розпорядженні організації (фонд накопичення)	19,2	20,3	19,9	19,4	18,5	16,0	17,1
амортизація	22,8	20,9	19,2	17,6	17,3	18,2	20,5
<i>б) залучені кошти</i>	<i>54,6</i>	<i>55,5</i>	<i>57,9</i>	<i>59,6</i>	<i>60,5</i>	<i>62,9</i>	<i>59</i>
з них:							
• кредити банків	7,9	8,1	9,5	10,4	11,8	10,3	9,0
у тому числі кредити іноземних банків	1,1	1,0	1,6	1,7	3,0	3,2	2,3
• позикові кошти інших організацій	7,3	5,9	6,0	7,1	6,2	7,4	6,1
• бюджетні кошти	17,8	20,4	20,2	21,5	20,9	21,9	19,5
у тому числі:							
кошти федерального бюджету	5,3	7,0	7,0	8,3	8,0	11,5	10,0
кошти бюджетів суб'єктів федерації	11,6	12,3	11,7	11,7	11,3	9,2	8,2
• кошти позабюджетних фондів	0,8	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
• інші	20,8	20,6	21,7	20,1	21,2	23,0	24,1
у тому числі:							
кошти вищестоящих організацій	12,7	10,6	12,5	11,3	13,8	15,9	17,5
кошти, отримані від пайової участі на будівництво (організацій і населення)	3,8	3,8	3,8	3,7	3,5	2,6	2,2

¹ Складено автором самостійно за даними офіційного сайту Федеральної служби державної статистики Російської Федерації [електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat/rosstatsite/main/enterprise/investment/nonfinancial/#>

Роки	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
у тому числі кошти населення	н/д	н/д	1,3	1,5	1,9	1,3	1,2
кошти від випуску корпоративних облігацій	0,2	0,3	0,04	0,1	0,1	0,1	0,01
кошти від емісії акцій	0,2	3,1	2,3	1,8	0,8	1,0	1,1

З точки зору економіки загалом, орієнтація підприємств переважно на власні фінансові ресурси має низку суттєвих недоліків. По-перше, стримується мобільність капіталів, консервуються сформовані структурні пропорції, не здійснюється трансфер інвестиційних ресурсів у прогресивні види промислової діяльності; по-друге, несвоєчасно ухвалюються рішення щодо упровадження нововведень, обов'язкових для підтримання конкурентоспроможності продукції в довгостроковому плані; по-третє, обмежуються можливості контролю з боку державних органів влади, які уповноважені реалізовувати державну інноваційно-інвестиційну та структурну політику, за цільовим використанням джерел фінансування інвестицій в основні фонди (у разі, коли підприємство є виконавцем державної програми).

Використовуючи позикові гроші, підприємство може швидше і масштабніше виконувати свої завдання. Одна із переваг позикового капіталу — ефект фінансового важеля, тобто збільшення прибутку на частину власного капіталу, що залишається. Якщо очікуваний прибуток на акцію збільшиться, то це, найімовірніше, збільшить ціну, яку інвестори погодяться сплатити за цю акцію, а зростання амплітуди коливань ставки дохідності, навпаки, зменшить ціну акції. Інша перевага позики полягає в тому, що виплата відсотків за позиковим капіталом прирівнюється до витрат, які скорочують оподатковуваний прибуток, тоді як дивіденди за звичайними акціями оподатковуються. За високої ставки податку на прибуток корпорації у компанії відсутні стимули до використання позикового капіталу як важливого компонента розвитку виробництва.

На думку автора, для оптимізації джерел фінансування інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання, а отже, й активізації інвестиційного процесу в країні необхідно створити умови для:

- удосконалення законодавства, що регулює інвестиційну діяльність, в частині формування інвестиційних ресурсів;

- стимулювання залучення приватних інвестицій в економіку країни через дохідні фінансові інструменти;

- забезпечення розвитку системи прямих державних інвестицій, зокрема на засадах спільного фінансування, а також забезпечення прозорості процесу державної фінансової підтримки інвестиційних проєктів, спрямованих на розв'язання пріоритетних завдань соціально-економічної політики держави, в тому числі запровадження механізму моніторингу за ефективним використанням бюджетних коштів, наданих для реалізації інвестиційних проєктів;

- реалізації послідовних та координованих заходів органів влади, які б забезпечували передбачуваність податкової системи та її реформи для інвесторів, що в основному включає доступність достовірної інформації про запропоновані зміни в податковому законодавстві та дотримання задекларованих намірів (або завчасне оголошення про зміну намірів);

- створення умов для залучення приватних інвестицій на міжнародних ринках капіталу через встановлення чітких та прозорих правил, згідно з якими інвестор безперешкодно може репатріювати доходи від інвестиції та здійснити відчуження об'єкта інвестування як в Україні, так і за її межами;

- забезпечення підвищення ефективності та посилення прозорості функціонування механізмів державно-приватного партнерства;

- удосконалення системи управління ризиками з урахуванням сучасних умов та досвіду європейських країн, у тому числі запровадження механізму страхування інвестиційних ризиків.

Крім того, центральну роль у фінансовому забезпеченні інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання має відігравати стійка банківська система з багаторівневою структурою та розвиненими механізмами розміщення фінансових ресурсів в інвестиційній сфері.

Необхідність активізації процесів накопичення фінансових ресурсів та спрямування їх на відтворення й розвиток економіки, а також концентрації бюджетних видатків розвитку та посилення ефективності використання їх вимагає інституціоналізації інвестиційного кредитування шляхом створення й розвитку спеціалізованих інвестиційних кредитно-фінансових установ, зокрема:

- створення дієздатного Державного банку реконструкції та розвитку (ДБРР), що має розглядатися як ключовий уповноважений орган у сфері надання державної підтримки галузям економіки,

- державного інвестування, в тому числі на засадах пайового фінансування (за участі приватних іноземних і українських фінансово-кредитних інститутів), здешевлення інвестиційних та інноваційних кредитів, залучення позикових ресурсів на інвестиційні потреби під гарантії держави;

- формування регуляторних та податкових стимулів надання комерційними банками довгострокових інвестиційних кредитів, запровадження поняття «інвестиційного банку», стосовно якого мають застосовуватися пом'якшені вимоги щодо резервування, знижені ставки рефінансування НБУ, а також спрямовуватися кредити рефінансування з боку ДБРР;

- створення сприятливих умов для розбудови інститутів фінансового ринку (зокрема інвестиційних фондів, пенсійних фондів, страхових компаній), спрямованих на диверсифікацію інструментів акумулювання вітчизняних фінансових ресурсів та спрямування їх на інвестиційні потреби.

Між тим, усебічне заохочення приватного інвестування жодним чином не зменшує важливості активного здійснення державних капіталовкладень. Повноцінна реалізація потенціалу в цій сфері можлива за умови інституціонального розмежування бюджетних видатків на поточне споживання та видатків розвитку, для чого слід вивести бюджетні видатки розвитку в окремий розділ бюджету, виконання якого перебуватиме у компетенції Державного банку реконструкції та розвитку. Це посилить автономність державного інвестування щодо поточних заходів фінансового збалансування, забезпечить стабільне довгострокове державне фінансування інвестиційних програм на основі Програми державних інвестицій, дасть змогу перевести фінансування частини видатків розвитку на кредитну основу, забезпечити контроль за цільовим характером й ефективністю реалізації гарантованих державою кредитів.

Доцільним видається зосередження бюджетних інвестицій на напрямках створення та реконструкції транспортної, комунікаційної, комунальної, соціальної інфраструктури.

Вирішальним при наданні податкового стимулу суб'єктам господарювання має стати дотримання цільового застосування інвестованих коштів — на модернізацію промислового виробництва та інфраструктурних галузей економіки, розвиток перспективних секторів економіки, що здатні надати потужний імпульс економічному зростанню, поліпшенню структури економіки, створенню нових конкурентних продуктів і технологій.

3.2. Визначення вартості інвестиційного капіталу

С. В. Урванцева

Прийняття інвестиційних рішень передбачає оцінювання доцільності інвестицій, зіставлення очікуваних результатів інвестування, із вкладеним капіталом. При цьому важливим є визначення справедливої вартості інвестиційного капіталу. *Під інвестиційним капіталом ми будемо розуміти довгострокові (внутрішні та зовнішні) джерела фінансових ресурсів, що залучаються в інвестиційний процес.*

Капітал як один із видів економічних ресурсів або факторів виробництва має певну вартість, яка суттєво впливає на рівень поточних й інвестиційних витрат корпоративної групи. Ця концепція є однією з вирішальних у системі управління корпоративними фінансами.

Слід зазначити, що підприємство працює ефективно, якщо дохідність реалізованих проектів перевищує вартість залученого на ці цілі капіталу, лише в цьому разі створюється чиста приведена вартість (додана вартість), тобто збільшується капітал власників. Серед методів управління формуванням капіталу найскладнішими є саме проблеми мінімізації вартості капіталу й оптимізації його структури.

Проблеми формування та використання інвестиційного капіталу, включно з проблемами управління його вартістю, досліджували вчені-економісти В. В. Бочаров, В. В. Ковальов, В. В. Коссов, И. В. Ліпсиц, В. П. Савчук, О. О. Терещенко та інші. Серед західних дослідників назвемо Ю.Брігхему, Джеймса К. Ван Хорна, Джон М. Ваховича, Г. Марковица, Ченг Ф. Лі, Джозефа І. Фіннерті, С. Росса, У. Шарпа.

Закордонні економісти неоднозначно тлумачать поняття *вартість капіталу* (cost of capital). Так, Ченг Ф. Лі та Джозефа І. Фіннерті вважають, що «оцінювання витрат залучення капіталу, або вартість капіталу є важливим етапом процесу прийняття інвестиційних рішень. Головною метою фінансового менеджменту є максимізація вартості компанії, а одним із методів її досягнення — скорочення витрат, у тому числі із залучення капіталу.

З економічної точки зору вартість капіталу одночасно є також оцінкою альтернативних витрат (opportunity cost). Дохідність, що її вимагає інвестор відображає альтернативні витрати інвестування саме в цей проект, а не в інший, однаковий за рівнем ризику. Кожному джерелу інвестиційних фондів притаманний певний

ризик, для компенсації якого знадобляться різні значення дохідності. Доцільно залучати інвестиційні ресурси за умови, що очікувана дохідність інвестицій буде вищою за витрати із залучення коштів (у тому числі власних). Ключовим питанням інвестиційного аналізу є вибір інвестиційних проєктів, які забезпечують компенсацію ризику та збільшують вартість власності акціонерів. Розрахунок вартості капіталу має відповідати цим потребам інвестиційного аналізу»¹.

Своєю чергою, С. Росс вважає, що «вартість капіталу передусім залежить від методу використання коштів, а не від їхніх джерел»². Автор наголошує, що вартість інвестованого капіталу залежить від рівня ризику капітальних вкладень. Це є одним із ключових принципів фінансування приватних компаній. Сукупна вартість капіталу компанії відображатиме обов'язковий прибуток з її балансових активів.

На врахування ризику при визначенні вартості капіталу також акцентують увагу І. В. Ліпсиц та В. В. Коссов, які зазначають, що в перебігу «дискусії щодо вартості капіталу ми маємо розуміти, що вона представляє ціну вибору або альтернативну вартість використання. Це зумовлено тим, що капітал — це один із видів обмежених (економічних) ресурсів, тому спрямовуючи їх на фінансування одного типу комерційних операцій, ми внеможливімо вкладання їх в інші види діяльності. Звідси випливає принципове положення: вкладення коштів є виправданим лише в тих випадках, коли вони приносять дохід більший, ніж за альтернативними проєктами з аналогічним рівнем ризику»³.

Джеймс К. Ван Хорн та Джон М. Вахович зазначають, що «вартість капіталу — це ставка дохідності, яку вимагають постачальники капіталу для різних типів фінансування бізнесу. Вартість капіталу компанії загалом становить середньозважене значення окремих ставок дохідності, що їх вимагають постачальники капіталу (вартостей чи витрат із залучення капіталу) для різних інструментів фінансування інвестиційних проєктів»⁴. Для визначення величини вартості різних компонентів фінансування автори використовують розрахунки дохідності,

¹ Ченг Ф. Ли, Финнерт Дж. И. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — XVIII, С. 295.

² Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. — М.: Лаборатория Базовых знаний, 2001. — С. 431.

³ Ліпсиц І. В., Коссов В. В. Экономический анализ реальных инвестиций: Учебник. — 2-е изд., доп. и перераб. — М.: Экономистъ, 2003. — С. 227.

⁴ К. Ван Хорн Д. Вахович (мл.) Дж. М. Основы финансового менеджмента. — 11-е издание / Пер. с англ. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2001. — С. 528.

оскільки «витрати» фірми із залучення капіталу (тобто вартість) та «дохідність» постачальників капіталу пояснюються як два бoki однієї медалі. Також вводяться деякі обмеження на використання загальної вартості капіталу фірми як критерію прийнятності інвестиційних рішень (або мінімальної ставки доходу, потрібної для прийняття проекту— hurdle rate), а саме: поточні проекти компанії повинні мати однаковий рівень ризику, інвестиційні пропозиції повинні мати однаковий характер. Перевагою використання загальної ставки дохідності фірми, що вимагається, є її простота. Проекти можна оцінювати за єдиною ставкою, яка не змінюється, за умови, якщо не зміняться умови бізнесу, покладені в її розрахунок, та становище фінансового ринку.

В. П. Савчук також розглядає поняття вартості капіталу з порцій дохідного підходу, а саме: «дохід, який мають принести інвестиції, щоб вони були виправдані з точки зору інвестора. Вартість капіталу виражається у вигляді відсоткової ставки від обсягу капіталу, вкладеного в бізнес, яку необхідно сплатити інвесторові впродовж року за використання його капіталу. Інвестором може бути кредитор, власник (акціонер) підприємства або само підприємство. У будь-якому разі за використання капіталу необхідно заплатити, і мірою цієї плати виступає вартість капіталу»¹.

На витратному підході оцінювання вартості капіталу акцентує увагу В. В. Ковальов. Під вартістю капіталу він розуміє загальну суму коштів, яку необхідно сплатити за використання певного обсягу фінансових ресурсів, виражену у відсотках до цього обсягу. Утім, автор зазначає, що «в літературі можна зустріти інші назви поняття, що розглядається, а саме «ціна» капіталу, інколи — «цінність» капіталу. Всі згадані поняття є умовними й не позбавлені недоліків, оскільки найдоцільнішим було б говорити про «собівартість» капіталу. Віддаючи перевагу терміну «вартість капіталу», ми виходимо з таких аргументів. Передусім, найменування цього показника має відображати його витратну природу, оскільки це вимушені витрати. Термін «цінність» істотною мірою має відтінок дохідності, тож навряд чи доцільний у цьому разі»². Заслужовують на увагу сформульовані В. В. Ковальовим умовні правила, що дають змогу визначити певні відмінності між ціною та вартістю: вартість — розрахунковий показник, ціна — декла-

¹ Савчук В. П. Практическая энциклопедия. Финансовый менеджмент. — 3-е изд. — К.: Companion Group, 2008. — С. 719.

² Ковальов В. В. Введение в финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 2003. — С. 607.

рований; у будь-який конкретний момент ціна однозначна, тоді як вартість — багатозначна, при цьому кількість оцінок вартості залежить від кількості професійних учасників ринку; з певною мірою умовності зазначається, що вартість первинна, а ціна вторинна, оскільки за умов ринкової рівноваги ціна, по-перше, кількісно виражає притаманну активу внутрішню вартість, по-друге, стихійно встановлюється як середнє з оцінок вартостей, розрахованих інвесторами.

У словнику сучасної економічної теорії Макміллана надано таке трактування поняття: «вартість капіталу — це виміряна у відсотках вартість різних джерел капіталу, необхідного для фінансування капіталовкладень. Усі джерела капіталу мають вартість, яка може бути прямою, як, наприклад, за кредитом, або альтернативною, як у нерозподіленого прибутку. Вартість капіталу компанії в будь-який момент являє собою середньозважене значення вартості капіталу кожного типу»¹. Аналогічне визначення використовує автор російської економічної енциклопедії В. В. Румянцева².

З огляду на дискусійність питання пропонуємо застосувати суб'єктний підхід при розгляді поняття **«вартість інвестиційного капіталу»**, а саме: для власника капіталу (інвестора) — це альтернативна вартість використання з еквівалентним рівнем ризику; для реципієнта вартість капіталу складається із прямих витрат позикового капіталу та залученого капіталу через емісію пайових цінних паперів, а також альтернативної вартості використання джерела — нерозподілений прибуток. У кількісному аспекті **«вартість інвестиційного капіталу»** — це рівень прибутку, на який розраховує інвестор, або загальна сума коштів, яку необхідно сплатити за залучення й використання певного обсягу довгострокових фінансових ресурсів, виражена у відсотках до цього обсягу.

Найважливішими аспектами використання показника вартості інвестиційного капіталу в управлінні фінансами є:

- визначення фактичної вартості вже залученого капіталу може становити цінність для ретроспективного аналізу;
- інструментом фінансового менеджменту є саме вартість нового капіталу, який підприємство тільки планує залучити для фінансування нових інвестиційних можливостей. На стадії обґрунтування фінансових рішень значення вартості капіталу необхідне для формування бюджету капіталовкладень;

¹ Словарь современной экономической теории Макмиллана. — М.: ИНФРА-М, 2003. — С. 105.

² Румянцева Е. Е. Новая экономическая энциклопедия. — М.: ИНФРА-М, 2005. — VI, С. 523.

• показник вартості капіталу використовують як критерій оцінювання ефективності інвестицій стосовно конкретного інвестора (рівень вартості інвестиційного капіталу використовується як ставка дисконтування і має враховувати особливості формування різних видів інвестиційних ресурсів та відображати реальні можливості фінансування інвестиційних проектів);

• вартість капіталу (норма дисконту) дає змогу оцінювати рівень ризику інвестора при вкладанні коштів;

• вартість капіталу в розрізі окремих її елементів (власного та позикового) використовується в процесі управління його структурою за допомогою коефіцієнта незалежності (відношення позикового до власного капіталу);

• вартість капіталу впливає на рівень ринкової вартості компанії, оскільки характеризує норму рентабельності, яку має забезпечити підприємство, щоб не зменшити своєї ринкової вартості.

Специфіка функціонування інвестиційного капіталу зумовлює характерні риси його вартості, якими є: комплексність формування вартості, оскільки інвестиційний капітал виникає лише як певна комбінація інвестиційних ресурсів; регулююча роль вартості в системі розподілу факторів виробництва; мінливість вартості інвестиційного капіталу, спричинена значною мобільністю самого капіталу.

На рівень вартості інвестиційного капіталу впливають такі чинники:

- стадія економічного циклу в країні;
- співвідношення між попитом та пропозицією на капітал;
- рівень конкуренції на ринках продукції та капіталів;
- рівень інфляції;
- рівень оподаткування;
- стадія життєвого циклу підприємства;
- рівень організації виробництва та праці на підприємстві;
- масштаби інвестиційної діяльності підприємства;
- інвестиційна привабливість підприємства та його кредитний рейтинг;

- рівень ризикованості інвестицій;
- джерела фінансування інвестицій та їх структура.

Ресурси, що інвестуються, як правило, мають складну структуру і формуються через комбінацію різних складових (нерозподілений прибуток, прості та привілейовані акції, позикові кошти тощо).

Виходячи з класифікації видів інвестиційного капіталу за фінансовими джерелами його формування виокремлюють вартість інвестиційного капіталу, сформовану із власних ресурсів, тобто вартість

власного інвестиційного капіталу, із позикових джерел — вартість позикового інвестиційного капіталу, із сукупності інвестиційних ресурсів — середньозважену вартість інвестиційного капіталу.

Вартість інвестиційного капіталу визначається з використанням моделі *середньозваженої вартості капіталу* (у західній літературі з інвестиційного аналізу, як правило, вживають термін «*weighted average cost of capital, WACC*»):

$$WACC = r_{\text{БК}} \cdot \frac{\text{БК}}{K} + r_{\text{ПК}} \cdot \frac{\text{ПК}}{K} \cdot (1 - \text{tax}), \quad (3.1)$$

де $r_{\text{БК}}$ — очікувана вартість власного капіталу;

$r_{\text{ПК}}$ — очікувана вартість позичкового капіталу;

K — загальний розмір інвестованого капіталу;

БК — розмір власного капіталу;

ПК — розмір позикового капіталу;

tax — ставка податку на прибуток.

Подальші дослідження вимагають розгляду окремих компонентів формування вартості інвестиційного капіталу. При цьому важливим є саме визначення вартості нових інвестиційних ресурсів, що залучаються.

Вартість позикового капіталу (cost of debt) можна визначити як ставку дохідності за інвестиціями кредиторів підприємства, а також як суму, котру позичальник сплачує кредитору за користування позиковим капіталом, виражену у відсотках.

Оцінку вартості позикового капіталу доцільно проводити на підставі аналізу фінансових відносин підприємства з його кредиторами. При визначенні ставки позикового капіталу варто враховувати відсоткову ставку, за якою можуть бути залучені нові позики, а не вартість позикового капіталу в минулому.

Головними складовими вартості кредиту є відсоткова ставка, комісія, збори та страхова премія. Крім того, до ціни можуть входити так звані приховані елементи вартості кредиту, які компенсують для кредиторів зменшення номінального розміру відсоткової ставки.

Відповідно до Постанови Правління НБУ від 10.05.2007 року № 168, банки зобов'язані перед укладанням кредитного договору надати споживачеві в письмовій формі інформацію про умови кредитування, а також орієнтовну сукупну вартість кредиту¹. Правила регулюють порядок надання банками повної та достовір-

¹ Про затвердження Правил надання банками України інформації споживачу про умови кредитування та сукупну вартість кредиту: Постанови Правління НБУ від 10.05.2007 року № 168.

рної інформації про сукупну вартість кредиту з урахуванням відсоткової ставки, вартості всіх супутніх послуг, а також інших фінансових зобов'язань позичальника, які пов'язані з отриманням, обслуговуванням і погашенням кредиту (у тому числі на користь третіх осіб — страховиків, оцінювачів, реєстраторів, нотаріусів тощо). Сукупна вартість кредиту наводиться у відсотковому значенні (реальна ставка) та в грошовому виразі у валюті платежу за кредитним договором.

Реальна відсоткова ставка визначається як ставка, що точно дисконтує всі майбутні грошові платежі споживача за кредитом до чистої суми виданого кредиту. Розрахунок значення реальної процентної ставки здійснюється з використанням такої формули:

$$\text{ЧСК} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{Потік}_i}{(1+r)^i}, \quad (3.2.)$$

де r — реальна відсоткова ставка (ставка дисконтування);

ЧСК — чиста сума кредиту, тобто сума коштів, які видають споживачеві або переказують на рахунок отримувача в момент видачі кредиту. Чиста сума кредиту розраховується як основна сума кредиту, визначена згідно з умовами договору, мінус сума коштів, які утримуються банком під час видачі кредиту, а також мінус усі платежі за рахунок власних коштів споживача, що здійснені ним для виконання умов отримання кредиту;

Потік_{*i*} — сума коштів, яку споживач сплачує банку та/або іншим особам за кредитом. До потоку включають платежі в погашення основного боргу за кредитом, відсотків за користування ним, комісії на користь банку, платежі на користь третіх осіб, які сплачуються відповідно до отриманого кредиту та пов'язані з обслуговуванням і погашенням кредиту;

i — порядковий номер періоду дії кредитного договору (місяць або день);

n — загальна залишкова кількість періодів дії кредитного договору (місяців або днів) на дату розрахунку.

Абсолютне значення подорожчання кредиту (у грошовому виразі) розраховується шляхом підсумовування всіх платежів (відсотки за користування кредитом, усі платежі за супутні послуги, пов'язані з наданням кредиту, його обслуговуванням і погашенням), здійснених споживачем як на користь банку, так і на користь третіх осіб під час отримання, обслуговування та погашення кредиту.

Динаміку основних відсоткових ставок грошового ринку України за 2002—2010 роки наведено у табл. 3.6. Слід зазначити,

що в докризовому періоді спостерігалися позитивні тенденції, пов'язані зі стабільністю рівня облікової ставки, зниженням середньозваженої ставки рефінансування за всіма інструментами, середньозваженої відсоткової ставки за кредитами. Дестабілізація та паніка на грошовому ринку 2008 року призвели до значного підвищення індексу інфляції, знецінення гривні та здорожчення кредитних ресурсів. Відповідно відсоткова політика Національного банку України у 2009 та 2010 роках спрямовувалася на забезпечення рівноваги на грошово-кредитному ринку, запобігання формуванню монетарних ризиків, стабілізації національної валюти та зниження інфляційних очікувань. Інфляційний тиск на споживчому ринку у 2010 році знизився і становив 109,1 % (порівняно з 112,3 % у грудні 2009 року та 122,3 % у 2008 році).

Таблиця 3.6

**ОСНОВНІ ВІДСОТКОВІ СТАВКИ ГРОШОВОГО
РИНКУ УКРАЇНИ***

Роки	Індекс споживчих цін, %	Облікова ставка НБУ на кінець періоду	Середньо-зважена ставка рефінансування за всіма інструментами	Середньозважені відсоткові ставки за депозитами, залученими депозитними корпораціями на рахунки резидентів	Середньозважені відсоткові ставки за кредитами, наданими депозитним корпораціям / резидентам на міжбанківському ринку	Середньозважені відсоткові ставки за кредитами, наданими депозитними корпораціями резидентам
2002	99,4	7,0	9,2	7,4	4,7	20,8
2003	108,2	7,0	8,0	6,8	6,4	17,5
2004	112,3	9,0	16,1	7,4	3,5	15,2
2005	110,3	9,5	14,7	8,0	4,5	14,6
2006	111,6	8,5	11,5	6,8	4,2	14,1
2007	116,6	8,0	10,1	7,2	4,0	13,5
2008	122,3	12,0	15,3	8,3	10,3	16,0
2009	112,3	10,25	16,7	11,8	12,2	18,3
2010	109,1	7,75	10,4	9,4	2,6	14,6

* Розроблено автором за статистичними даними Національного банку України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.bank.gov.ua>>

З метою сприяння закріпленню позитивних тенденцій на грошово-кредитному ринку та створення стимулів для поліпшення ситуації в реальному секторі економіки НБУ в січні—вересні 2010 року тричі знижував облікову ставку, яка є базовою щодо інших відсоткових ставок НБУ. З 10 серпня 2010 року її було встановлено на рівні 7,75 %. Відповідним чином коригувалися і ставки за активними та пасивними операціями НБУ. Середньозважена відсоткова ставка за операціями з рефінансування у 2010 році становила 10,4 % і була нижчою, ніж середньозважена ставка рефінансування за 2009 рік (16,7 %).

Результатом такої політики було підтримання тенденцій до зниження вартості коштів на всіх сегментах грошово-кредитного ринку. Середньозважена ставка за депозитами знизилася з 11,8 % у 2009 року до 9,4 % у 2010 році. Середньозважена ставка на міжбанківському кредитному ринку знизилася до 2,6 % у 2010 році порівняно із 12,2 % річних у 2009 році. Середньозважена ставка за кредитами, наданими депозитними корпораціями, відповідно також знизилася з 18,3 % у 2009 році до 14,6 % у 2010 році.



Рис. 3.3. Динаміка відсоткових ставок за кредитами, наданими у звітному періоді резидентам (крім інших депозитних корпорацій), у розрізі валют

* Розроблено автором за статистичними даними Національного банку України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.bank.gov.ua>>

Попри певне здешевлення кредитних ресурсів більшість суб'єктів господарювання вважають їхній рівень занадто високим, що негативно позначається на використанні кредитних послуг банків. На рис. 3.3 унаочено динаміку відсоткових ставок за кредитами

у розрізі валют. Протягом 2010 року відбулося зниження вартості за кредитами в національній валюті до рівня початку 2008 року, середньозважена ставка за кредитами в іноземній валюті підвищилася на 0,5 % під впливом попиту на ці ресурси.

Аналізуючи відсоткові ставки за кредитами в розрізі секторів економіки, зазначимо, що впродовж 2005—2010 років найбільшу вартість мали кредити, надані домогосподарствам та фінансовим корпораціям (рис. 3.4). Відсоткові ставки за кредитами, наданими не фінансовим корпораціям, практично дорівнювали середньозваженим відсотковим ставкам за кредитами, наданими резидентами, що свідчить про значну питому вагу перших у сукупному розмірі виданих кредитів.



Рис. 3.4. Динаміка відсоткових ставок за кредитами, наданими у звітному періоді резидентам (крім інших депозитних корпорацій), за секторами економіки

* Розроблено автором за статистичними даними Національного банку України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.bank.gov.ua>>

За цільовим спрямуванням кредити, надані корпораціям, поділяють на кредити в поточну та інвестиційну діяльність. Динаміку відсоткових ставок за ними зображено на рис. 3.5. Вартість іпотечних кредитів на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості є вищою порівняно з кредитами на поточні потреби як у національній валюті, так і в доларах США. Це пов'язано із тривалішим терміном та ризикованістю інвестиційних операцій.

Стабілізація ситуації на кредитному ринку у 2010 році призвели до збільшення обсягів кредитного портфеля юридичних осіб. «Хороших» позичальників на всіх не вистачає, це спричинило активний «перерозподіл» корпоративних клієнтів та значне зниження кредитних ставок (у середньому на 5—6 %). Сьогодні практично всі банки працюють у сфері фінансування обігового капіталу, при цьому програми кредитування, спрямовані на задоволення інвестиційних потреб клієнтів, практично відсутні.

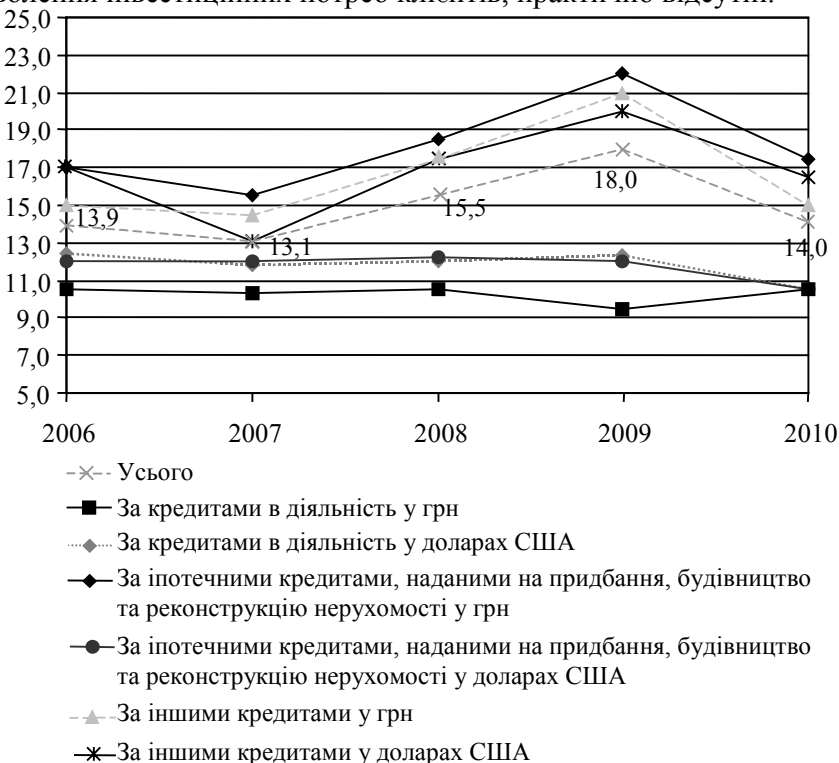


Рис. 3.5. Відсоткові ставки за кредитами, наданими у звітному періоді нефінансовим корпораціям, за цільовим спрямуванням у розрізі валют*

* Розроблено автором за статистичними даними Національного банку України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.bank.gov.ua>>

Належний рівень конкуренції на кредитному ринку, консолідація та структуризація банківського та фінансового сектору можуть бути передумовами зниження вартості кредитних ресурсів на мік-

порівні. Проте ці процеси безпосередньо пов'язані з наявністю макроекономічних передумов, а саме сталого економічного зростання переважної більшості базових підприємств народного господарства, підтримки довгострокової макроекономічної стабільності, підвищення добробуту населення, впровадження виваженої бюджетно-податкової політики, розв'язання низки питань на законодавчому рівні, спрямованих на захист інтересів кредиторів.

Однією з форм залучення значних обсягів довгострокового позикових капіталу є розміщення облігаційних позик. Вартість залучення капіталу є найчутливішим параметром для емітента і включає не лише відсоток з облігації, а й витрати на підготовку емісії, випуск, розміщення, обслуговування. Основними чинниками формування вартості облігаційних позик є: ринкова кон'юнктура в період розміщення; кредитний рейтинг емітента; цінова стратегія емітента; умови позики; підтримка та професіоналізм лід-менеджера; витрати на випуск (основними статтями яких є: державне мито за реєстрацію випуску цінних паперів, публікація інформації щодо випуску, отримання коду облігацій (міжнародний ідентифікаційний номер), послуги аудитора, депозитарію ВДЦП, фінансового консультанта, андеррайтера, платіжного агента).

Вартість довгострокової заборгованості — це ставка дохідності за облігаціями, що вимагається кредиторами, та є вартістю боргу для компанії-емітента (до сплати податків). Цю ставку обчислюють шляхом порівняння поточної ринкової вартості із зобов'язаннями, що залишилися до погашення. Фактично, як і в разі визначення реальної ставки за кредитом, визначається ставка дисконтування (r), відома як дохідність при погашенні (*yield to maturity*, YTM), яка розраховується за допомогою формули, що є базовою математичною моделлю оцінювання поточної вартості простих процентних облігацій:

$$P_{\text{обл.р}} = \sum_{i=1}^n \frac{C}{(1+r)^i} + \frac{N}{(1+r)^n}, \quad (3.3)$$

де $P_{\text{обл.р}}$ — поточна ринкова вартість облігації;

C — купонні виплати за період (гр. од.);

N — номінальна вартість облігації (гр. од.);

r — очікувана дохідність (ставка дисконтування);

n — тривалість періоду до погашення облігації.

З метою визначення очікуваної дохідності (r) можна використати комп'ютерні програми або скористатися методом послідов-

них ітерацій. Орієнтовний рівень очікуваної дохідності облігації можна визначити за формулою:

$$r = D_{YTM} = \frac{(P_1 - P_p)/n + C}{(P_1 + P_p)/2}, \quad (3.4)$$

де P_1 — прогнозна вартість реалізації (номінал) облігації;

P_p — поточна ринкова вартість облігації на момент оцінювання;

n — кількість років до погашення облігації.

Недоліком наведеної формули є те, що в разі, коли облігація продається зі знижкою, формула (3.4) дає занижене значення дохідності облігації, а якщо із премією — завищене.

Для точнішого розрахунку можна скористатися методом послідовних ітерацій. Він полягає в тому, що у формулу (3.3) поступово підставляють різні значення дохідності до погашення (r) і визначають відповідні їм ціни; як правило, обираються ставки дисконтування, вищі та нижчі за отримане значення орієнтованої дохідності з формули (3.4). Після цього застосовують формулу:

$$r = D_{YTM} = r_1 + \frac{P_1 - P_p}{P_1 - P_2} \cdot (r_2 - r_1), \quad (3.5)$$

де r_1, r_2 — два значення дохідності облігацій (ставки дисконтування);

P_1, P_2 — відповідні ціни облігацій, розраховані за формулою (3.3), при ставках r_1 та r_2 ;

P_p — поточна ринкова вартість облігації на момент оцінювання.

Модель розрахунку очікуваної дохідності за дисконтними облігаціями (з нульовим купоном) представлена формулою:

$$r = D_{YTM \text{ диск}} = \sqrt[n]{\frac{N}{P_p}} - 1. \quad (3.6)$$

На ринку корпоративних облігацій України у 2010 році ставка купону коливалася від 16 % річних у гривні за облігаціями ДП «МА «Бориспіль» до 24 % за облігаціями Придніпровської, Південно-Західної, Донецької та Південної залізниць. За прогнозами експертів компанії «Інвестиційний Капітал Україна» (ICU) у 2011 році терміни обігу облігацій для компаній першого ешелону становитимуть 2—3 роки з дохідністю 13—14 % річ-

них, для компаній другого ешелону дохідність планується на рівні 15—16 %¹.

На практиці при обчислення вартості залучення позикового капіталу слід урахувувати податковий мультиплікатор (tax — коефіцієнт, який характеризує ставку податку на прибуток). Податковий мультиплікатор показує економію на відсоткових платежах, якщо відсотки за користування позиками відносять на валові витрати підприємства. У результаті зменшується вартість залучення позикового капіталу.

Зокрема, відповідно до пп. 5.5.1 ст. 5 Закону України «Про оподаткування прибутку підприємств» до складу валових витрат відносять будь-які витрати, пов'язані з виплатою або нарахуванням відсотків за борговими зобов'язаннями (у тому числі за будь-якими кредитами, депозитами) впродовж звітного періоду, якщо такі виплати або нарахування здійснюють у зв'язку із веденням господарської діяльності платника податку².

Вартість власного капіталу (cost of equity capital) як основного джерела формування інвестиційного капіталу підприємства може визначатися в розрізі двох основних елементів: вартість статутного капіталу (йдеться про вартість додаткової емісії акцій) та вартість залучення джерела «нерозподілений прибуток».

Вартість привілейованих акцій дорівнює фіксованій ставці дивіденду.

Вартість простих акцій безпосередньо пов'язана з нормою доходу, яку вимагали інвестори до їх придбання. Цей очікуваний дохід має перевищити поточну ринкову вартість акцій.

Вартість залучення джерела «нерозподілений прибуток» представляє альтернативну вартість, котра, як вважають деякі економісти, дорівнює нормі доходу, який могли б отримати акціонери за умови розподілу ресурсів, тоді як власники, відмовляючись від певної частини дивідендів і спрямовуючи їх на розширення діяльності підприємства, сподіваються на отримання певної винагороди. Розмір очікуваної винагороди має забезпечувати норму прибутку, не меншу, ніж за простими акціями.

Головна проблема, з якою стикаються фінансисти при оцінювання вартості інвестиційного капіталу в разі (застосування моделі WACC), полягає у визначенні вартості залучення власного

¹ Інвестиційна компанія «Інвестиційний Капітал Україна» (ICU) / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.icu.ua/>>

² Про оподаткування прибутку підприємств: Закон України у редакції Закону від 22.05.1997 року № 283/97-ВР (Зі змінами, внесеними згідно із Законами від 04.07.2002 № 40-IV та від 04.07.2002 № 43-IV).

капіталу, зокрема значення очікуваної ставки вартості власного капіталу.

Одним із методів розрахунку вартості власного капіталу є *метод дисконтування грошових потоків (DCF)*. Його доволі важко використовувати в реаліях вітчизняної економіки, оскільки українські компанії у більшості випадків не виплачують дивідендів і акції більшості з них не мають ринкової вартості, оскільки не котируються на біржі.

За цією моделлю вартість власного капіталу може бути розрахована як ставка дисконтування, що врівноважує приведену вартість усіх очікуваних майбутніх дивідендів на акцію з її поточною ринковою вартістю.

Наприклад, при оцінюванні акцій компаній із постійним темпом приросту дивідендів ставку дисконтування (очікувану дохідність) можна обчислити на основі «моделі Гордона»:

$$r_{\text{БК}} = \frac{D_0 \times (1 + g)}{P_p} + g, \quad (3.7)$$

де D_0 — останні сплачені дивіденди за акцією до моменту оцінювання;

g — річний темп приросту дивідендів; $g = \text{const}$;

P_p — поточна ринкова вартість акцій.

З точки зору раціонального інвестора норма рентабельності за вкладеннями в підприємство має компенсувати ризики інвестування коштів у відповідну компанію. Таким чином, ставку залучення власного капіталу можна ще розрахувати *кумулятивним методом* як суму із двох компонентів:

1) норми дохідності за безризиковими вкладеннями на ринку капіталів (r_f);

2) премії за ризик вкладень у корпоративні права конкретного підприємства, що включає такі субкомпоненти:

- загальну премію за ризик акціонерного товариства (R_m);
- премію за розмір підприємства (R_s);
- премію за специфічний ризик компанії (R_u), відповідно:

$$r_{\text{БК}} = r_f + R_m + R_s + R_u. \quad (3.8)$$

Серед можливих способів розрахунку очікуваної ставки вартості власного капіталу на увагу заслуговує *модель оцінювання капітальних активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM)*, за якою вводиться категорія систематичного ризику як поправки до загаль-

ної премії за ризик акціонерного капіталу. Систематичний ризик вимірюється β -коефіцієнтом. Він показує чутливість надлишкового сумарного доходу на будь-який окремих цінний папір чи портфель цінних паперів до сумарного надлишкового доходу стосовно до певного еталону ринку. Розрахункова формула моделі має такий вигляд:

$$r_{\text{БК}} = r_f + (r_m - r_f) \times \beta, \quad (3.9)$$

де r_f — безризикова відсоткова ставка на ринку капіталів;

r_m — середньоринкова дохідність інвестицій;

β — коефіцієнт «бета» для акцій.

Отже, ставка вартості власного капіталу за методом CAPM залежить від трьох визначених вище компонентів.

Перший компонент — безризикова ставка дохідності на ринку, характеризує мінімальний рівень дохідності, що характерна для активів з мінімальним ризиком. Для цих цілей рекомендується враховувати дохідність за державними єврооблігаціями. Для розрахунків рекомендується підбирати дохідність облігацій, термін погашення яких збігається із терміном інвестування коштів в оцінюваний об'єкт.

Другий компонент — середньоринкова премія за ризик обчислюється як різниця між середньою дохідністю по ринку загалом та безризиковою відсотковою ставкою. Вона характеризує ризик вкладень коштів на ринку, до якого належить об'єкт оцінювання. У разі здійснення інвестицій на українському ринку премія за ризик відповідає додатковій дохідності за інвестиціями в країни Центральної та Східної Європи (близько 6 %) ¹.

Премію за ризик вкладень в оцінюваний об'єкт обчислюють шляхом множення середньоринкової премії за ризик $(r_m - r_f)$ на коефіцієнт β , що характеризує ризик вкладень у конкретний актив. Основна проблема використання CAPM в Україні полягає у складності розрахунків середньоринкової дохідності інвестицій (r_m) та коефіцієнта β .

Третій компонент — «бета-коефіцієнт», через який у моделі CAPM визначають систематичний ризик цінного папера. Він показує, як дохідність цінного папера корелює із середньою дохідністю на ринку. Чим вище β , тим більшим є ризик фінансового активу.

¹ Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: У 3-х т. / За ред. А. І. Даниленка. — К.: Фенікс, 2008. — Т. 3. Фінанси підприємств: тенденції, стан та проблеми управління. — С. 256.

Згідно з дослідженнями, проведеними швейцарськими вченими, на практиці лише 9 % фінансових аналітиків самостійно розраховують бета-фактор. Решта користуються послугами провідних агенцій з опрацювання фінансової інформації: Bloomberg та Barra.

Для неліквідних акцій використовують галузеві коефіцієнти «бета», що є медіанними значеннями коефіцієнтів «бета» для найближчих ліквідних емітентів-аналогів.

В економічних реаліях податки й операційні витрати справляють значний вплив на вартість власного капіталу і мають враховуватися при її обчисленні.

Відповідно розраховують так званий фактор β -levered (з урахуванням ефекту ризику структури капіталу), який можна отримати в результаті коригування β -unlevered (β_u) на рівень ризику структури капіталу з урахуванням податкового мультиплікатора. Використовується така формула:

$$\beta_L = \beta_U \cdot \left(1 + \frac{\text{ПК}}{\text{ВК}} \cdot (1 - \text{tax})\right), \quad (3.10)$$

де β_L та β_U — значення бета-фактора з урахуванням та без урахування ризику структури капіталу та податкового мультиплікатора.

У вітчизняній практиці доцільно використовувати спрощений аналоговий підхід до розрахунку бета-фактора: підбирається компанія відповідного виду діяльності, яка діє на ринку СНД і корпоративні права якої мають обіг на фондовому ринку. Бета-фактор підприємства аналога коригують на рівень заборгованості оцінюваного підприємства з урахуванням дії податкового мультиплікатора в Україні.

На практиці окрім визначення оптимальної структури капіталу необхідно визначити вартість залучення додаткової одиниці кожного виду ресурсів — *граничну або маржинальну вартість (МСС)*.

Якщо ресурсів, що є в наявності у компанії, достатньо для фінансування планових інвестицій, маржинальна вартість ресурсів дорівнюватиме середньозваженій вартості поточних ресурсів. За необхідності залучення додаткових ресурсів при розрахунку середньозваженої вартості треба враховувати витрати на їх організацію, адже зміна структури ресурсів призводить до зміни вартості сукупного капіталу. За такої структури інвестиційних ресурсів значення маржинальної вартості відображає рівень витрат із залучення додаткових джерел фінансування інвестицій.

Узагальнюючи проведене дослідження проблематики визначення вартості інвестиційного капіталу, можна дійти низки висновків та рекомендацій, зокрема:

- оцінювання вартості капіталу має здійснюватися за окремими елементами. Мобілізація різних ресурсів пов'язана із певними витратами (виплата дивідендів, відсотків за облігаціями та кредитами тощо), їх структура суттєво різниться й залежить від виду підприємства та сфери підприємницької діяльності;

- при визначенні вартості окремих компонентів інвестованого капіталу доцільно враховувати структуру капіталу (фінансовий леверідж). Структура капіталу впливає на кредитний рейтинг компанії і відповідно на вартість залучення позикового капіталу. Вплив структури капіталу на вартість акціонерного капіталу при його розрахунку за моделлю CAPM відбувається через коефіцієнт β_L ;

- необхідним є розрахунок сукупної вартості всіх видів залученого капіталу (інтегральне оцінювання вартості капіталу). У процесі оцінювання доречно визначати середньозважену вартість капіталу ($WACC$), що становить мінімальну норму прибутку, яку очікують інвестори від своїх вкладень;

- у процесі оцінювання необхідно враховувати, що складові елементи інвестованого капіталу по-різному відображено в балансі. Позиковий капітал оцінюють за цінами, наближеними до ринкових, а власний капітал, як правило, — за цінами нижчими за ринкові. Відповідно величина власного капіталу має виражатися за поточною ринковою вартістю шляхом переоцінки (індексації або прямого перерахунку) балансової вартості необоротних активів та запасів (чистих активів) з урахуванням поточних ринкових цін;

- у процесі інвестиційного аналізу важливо визначити очікувану (майбутню) вартість інвестиційного капіталу та здійснювати постійне коригування значення $WACC$ при коливаннях вартості окремих елементів;

- оцінювання має забезпечувати взаємозв'язок поточної та майбутньої вартості інвестиційного капіталу, зокрема шляхом розрахунку граничної вартості капіталу (MCC). MCC — це показник приросту $WACC$ до приросту всього капіталу в прогностному періоді. Граничну вартість капіталу рекомендується порівнювати з очікуваною нормою прибутку за окремими проектами, для реалізації яких необхідне додаткове залучення капіталу. Відповідно, очікувана норма прибутку має перевищувати маржинальну вартість капіталу.

У процесі прийняття інвестиційних рішень важлива роль належить саме правильному визначенню справедливої вартості інвестиційного капіталу як базису розрахунку маржинальної величини з позиції перспектив розвитку компанії. Наведені вище рекомендації стосовно оцінювання вартості допоможуть обрати систему ключових показників, що характеризують вартість інвестиційного капіталу та критерії ефективності його використання як у поточному, так і в майбутніх періодах.

3.3. Розвиток акціонерної форми фінансування інвестиційних проектів в Україні

Т. В. Майорова

Акціонерні форми господарювання здатні відіграти суттєву роль у реалізації нової структурно-інвестиційної політики будь-якої країни. Розміщення акцій серед суб'єктів господарювання приводить до перерозподілу між ними платоспроможного інвестиційного попиту, в тому числі й не забезпеченого товарами. Окрім того, придбання акцій населенням сприяє не лише трансформації споживчого попиту в інвестиційний, а й опосередковує вплив капіталу з фонду споживання у фонд накопичення, переміщаючи в такий спосіб тиск незабезпечених товарами грошей із ринку предметів споживання на ринок засобів виробництва. Таким чином відбувається розширення горизонтальних зв'язків між підприємствами, що бувають двох видів: організаційні (концерни, асоціації, синдикати) та фінансові (об'єднання грошових засобів у формі акціонерних товариств). Розвиток фінансових зв'язків через створення акціонерних товариств приводить до внутрішнього та міжгалузевого переливу капіталу. З'являється можливість швидкого здійснення структурних зрушень, що сприяють освоєнню нових технологій і підвищенню конкурентоспроможності підприємств.

Нині формування акціонерних товариств, незважаючи на певні відмінності, здійснюється переважно в руслі колективно-пайового підприємництва. Це дає їм змогу конкурувати, ефективніше вести виробництво за умов ринку. Так, акціонування передбачає добровільне об'єднання власників, є основою присвоєння отриманого прибутку з подальшим розподілом його серед акціонерів залежно від результатів кінцевої господарської діяльності та кінцевого паю, колективності та демократизації управління виробництвом, мож-

ливості виходу з підприємства зі своїм паєм. Основна ідея механізму акціонування полягає в тому, що, відчуючи себе власником матеріально, працівник буде безпосередньо зацікавлений в ефективному використанні засобів. Водночас аналіз свідчить, що досить гострою проблемою становлення акціонерних товариств (як і взагалі колективних форм господарювання) є оптимальний вибір співвідношення оплати праці та нагромадження капіталу. Лише в деяких господарствах забезпечують оптимальне співвідношення між ними. Проте за умов, що нині склалися, переважає, як правило, тенденція до того, щоби «проїсти», а не нагромаджувати, яка, безперечно, має негативні наслідки.

Звісно, становлення акціонерних відносин не може відбуватися без суперечностей, які умовно можна розподілити на суб'єктивні та об'єктивні. Суб'єктивні суперечності пов'язані із вадами наявного механізму впровадження акціонерних форм, передусім нерозуміння керівниками господарств і населенням змісту акціонерного підприємництва, недостатність практичного досвіду його застосування. Сюди можна віднести також наявність численних постанов та інструкцій, які підривають його основу в господарстві; незацікавленість у багатьох випадках керівництва господарства, яке замість реальних перетворень часто займається «змінюю вивісок», що не тільки не сприяє реальним перетворенням власності, а й часто знижує рівень промислового виробництва.

Водночас поширеним є спрощений підхід, згідно з яким вважається, що достатньо «оголосити» колишнє підприємство акціонерним товариством, як усі стануть господарями, власниками й різко підвищиться ефективність виробництва. Проте, як свідчить досвід, часто одержують протилежний результат, ставлення до праці може навіть погіршитися.

Попри певні негаразди, акціонерна форма фінансування інвестиційної діяльності в Україні з кожним роком набуває дедалі більшої популярності. Порядок організації акціонерних товариств в Україні визначено в Цивільному та Господарському кодексах України^{1,2}, крім того, основними нормативними актами, що регулюють правовий статус акціонерних товариств, є Закон України «Про акціонерні товариства»³ та Закон України «Про цінні

¹ Господарський кодекс України. Прийнятий 16 січня 2003 року № 436-IV / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://zakon1.rada.gov.ua>>.

² Цивільний кодекс України: Офіційний текст / Міністерство юстиції України. — К.: Юріком Інтер, 2003. — 464 с.

³ Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 року № 514-VI / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://zakon1.rada.gov.ua>>.

папери та фондовий ринок»¹, де визначено, що *акціонерне товариство* — це господарське товариство, статутний капітал якого поділено на певну кількість акцій однакової номінальної вартості, корпоративні права за якими посвідчуються акціями.

Для створення акціонерного товариства засновники мають провести закрите (приватне) розміщення його акцій, установчі збори та здійснити державну реєстрацію акціонерного товариства.

Акціонерами товариства визнаються фізичні та юридичні особи, а також держава в особі органу, уповноваженого управляти державним майном, або територіальна громада в особі органу, уповноваженого управляти комунальним майном, які є власниками акцій товариства. Акціонерне товариство не може мати єдиним учасником інше підприємницьке товариство, учасником якого є одна особа. Засновники акціонерного товариства несуть солідарну відповідальність за пов'язаними з його заснуванням зобов'язаннями, що виникли до його державної реєстрації. Акціонерне товариство відповідає за пов'язаними з його заснуванням зобов'язаннями засновників тільки у разі схвалення їхніх дій загальними зборами акціонерів. Мінімальний розмір статутного капіталу акціонерного товариства становить 1250 мінімальних заробітних плат, виходячи зі ставки мінімальної заробітної плати, що діє на момент створення (реєстрації) акціонерного товариства.

Згідно із новим законодавством акціонерні товариства за типом поділяються на публічні акціонерні товариства та приватні акціонерні товариства. 30 квітня 2009 року, коли набрав чинності Закон України «Про акціонерні товариства», почався відлік дворічного перехідного періоду, відведеного акціонерним товариствам в Україні для переходу до нових типів акціонерної форми господарювання — приватної чи публічної. Від 30 квітня 2011 року відкритий та закритий тип акціонерного товариства перестануть діяти.

Кількісний склад акціонерів *приватного акціонерного товариства* не може перевищувати 100 акціонерів. Приватне акціонерне товариство може здійснювати лише приватне розміщення акцій. Акції приватного акціонерного товариства не можуть купуватися та/або продаватися на фондовій біржі, за винятком продажу шляхом проведення на біржі аукціону. У разі прийняття загальними зборами приватного акціонерного товариства рішення

¹ Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 року № 3480-IV / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://zakon1.rada.gov.ua>>.

про здійснення публічного розміщення акцій до статуту товариства вносять відповідні зміни, у тому числі про зміну типу товариства — з приватного на публічне.

Публічне акціонерне товариство зобов'язане пройти процедуру лістингу та залишатися в біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі. Публічне акціонерне товариство може здійснювати публічне та приватне розміщення акцій.

Акціонерні товариства, що потребують коштів для реалізації великих інвестиційних проектів, можуть використовувати таке зовнішнє джерело фінансування, як *акціонування*, тобто збільшення статутного капіталу через проведення додаткової емісії акцій.

Додаткова емісія реалізується шляхом розміщення акцій серед юридичних та фізичних осіб. Застосування цього методу в основному для фінансування великих інвестиційних проектів пояснюється тим, що витрати, пов'язані з проведенням емісії, перебиваються лише значними обсягами залучених ресурсів.

До основних переваг акціонування як методу фінансування інвестиційних проектів відносять такі:

- виплати за користування залученими ресурсами не мають безумовного характеру, а здійснюються залежно від фінансового результату акціонерного товариства;
- використання залучених інвестиційних ресурсів має суттєві масштаби і не обмежене за термінами;
- емісія акцій дає змогу забезпечити формування необхідного обсягу фінансових ресурсів на початку реалізації інвестиційного проекту, а також відтермінувати виплату дивідендів до настання того періоду, коли інвестиційний проект почне генерувати доходи;
- власники акцій можуть здійснювати контроль над цільовим використанням коштів на потреби реалізації інвестиційного проекту.

Разом із тим, цей метод фінансування інвестиційних проектів має багато істотних обмежень. Так, інвестиційні ресурси акціонерне товариство отримує по завершенні розміщення випуску акцій, а це вимагає часу, додаткових витрат, доказів фінансової стійкості підприємства, інформаційної прозорості тощо. Процедура додаткової емісії акцій пов'язана з реєстрацією, проходженням лістингу, значними операційними витратами. При проходженні процедури емісії компанії-емітенти несуть витрати на оплату послуг професійних учасників ринку цінних паперів, які виконують функції андеррайтера та інвестиційного консультанта, а також на реєстрацію випуску. Слід також враховувати, що ви-

пуск акцій не завжди може бути розміщений у повному обсязі. Крім того, після емісії акцій компанія має проводити виплату дивідендів, періодично розсилати звіти своїм акціонерам тощо. Додаткова емісія акцій веде до збільшення акціонерного капіталу компанії. Тому прийняття рішення про додаткову емісію може призвести до розмивання часток участі колишніх акціонерів у статутному капіталі та зменшення їхніх доходів¹.

Як свідчать дані офіційного сайту Державного комітету статистики України, сьогодні частка акціонерних товариств у загальній кількості суб'єктів ЄДРПОУ становить лишень 2,2 % (28 748 суб'єктів) (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

КІЛЬКІСТЬ СУБ'ЄКТІВ ЄДРПОУ ЗА ОРГАНІЗАЦІЙНО-ПРАВОВОЮ ФОРМОЮ ГОСПОДАРЮВАННЯ СТАНОМ НА 1 СІЧНЯ 2011 РОКУ²

Види акціонерних товариств	Кількість	Частка, %
Товариство з обмеженою відповідальністю	443223	34,2
Приватне підприємство	285821	22,1
Організація (установа, заклад)	110074	8,5
Громадська організація	67696	5,2
Філія (інший відокремлений підрозділ)	51636	4,0
Фермерське господарство	49514	3,8
Кооператив	34772	2,7
<i>Акціонерне товариство</i>	<i>28748</i>	<i>2,2</i>
Усього	1294641	100%

Найбільша частка акціонерних товариств нині існує в закритій формі — 17 804 суб'єктів, або 61,9 % (табл. 3.8), що становить майже дві третини від загальної кількості зареєстрованих в Україні акціонерних товариств. На другому місці відкрита форма — 7962 суб'єктів, або 27,7 %. Своєю чергою, до нових публічної

¹ *Игонина Л. Л.* Методы финансирования инвестиционных проектов / Л. Л. Игонина // Корпоративный менеджмент. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.cfin.ru/investor/finance_meths.shtml>.

² Показники Єдиного державного реєстру підприємств та організацій України (ЄДРПОУ) на 1 січня 2011 року / Експрес-випуск Державного комітету статистики України від 20.01.2011 р. № 12. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>.

та приватної форм акціонерного господарювання встигло перейти лише відповідно 926 суб'єктів (3,2 %) та 1326 суб'єктів (4,6 %).

Таблиця 3.8

КІЛЬКІСТЬ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ ЗА ВИДАМИ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ СТАНОМ НА 1 СІЧНЯ 2011 РОКУ¹

	усього / частка в усього, %	У тому число за секціями КВЕД*						
		G	D	K	F	J	I	A
Акціонерні товариства (АТ)	28 748 / 100	6495	6200	3219	2682	2056	1606	1575
у тому числі								
публічне	926 / 3,2	88	246	84	51	311	44	45
приватне	1326 / 4,6	227	293	215	117	252	88	42
відкрите **	7962 / 27,7	1007	2622	796	858	347	813	898
закрите **	17 804 / 61,9	5077	2934	2020	1589	1077	626	581
Частка АТ за секціями, %	100%	22,6	21,6	11,2	9,3	7,1	5,6	5,5

* Розшифровка наведених секцій Класифікації видів економічної діяльності (КВЕД):
G — Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку;
D — Переробна промисловість;
K — Операції з нерухомим майном, оренда інжиніринг та надання послуг підприємцям;
F — Будівництво;
J — Фінансова діяльність;
I — Діяльність транспорту та зв'язку;
A — Сільське господарство, мисливство, лісове господарство.

** Чинним законодавством не передбачається створення та державної реєстрації нових підприємств з такими організаційно-правовими формами.

Аналізуючи галузеву структуру функціонування акціонерних товариств, можна зазначити, що найбільша кількість акціонерних товариств зареєстрована у сферах торгівлі, ремонту автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку (6495 суб'єктів, або 22,6 %) та переробної промисловості (6200 суб'єктів, або 21,6 %). Далі йде сфера операцій з нерухомим майном, оренди,

¹ Так само.

інжинірингу та надання послуг підприємцям (3219 суб'єктів, або 11,2 %), а також сфера будівництва (2682 суб'єктів, або 9,3 %).

Отже, як бачимо, з-поміж близько 30 тисяч акціонерних товариств, зареєстрованих в Україні, лише трохи понад 9 тисяч — відкриті та публічні. Отже, на даний момент кількість акціонерних товариств, що мають змогу залучати додаткові кошти за допомогою акціонування, мізерна. Подальші перспективи застосування акціонерної форми фінансування інвестиційних проектів в Україні залежать від багатьох чинників, у тому числі від самих підприємств. Акціонерне товариство, яке має намір фінансувати інвестиційний проект шляхом додаткової емісії акцій, має виробити ефективну стратегію підвищення ліквідності та вартості акцій, що передбачає підвищення ступеня фінансової прозорості й інформаційної відкритості емітента, розширення та розвиток діяльності, зростання капіталізації, поліпшення фінансового становища та іміджу.

Через неефективну податкову й амортизаційну політику сьогодні неможливо накопичувати достатні власні внутрішні ресурси для ефективного зростання бізнесу. Саме тому вітчизняні суб'єкти господарювання виходять на зовнішні ринки в пошуку нових довгострокових інвестиційних ресурсів.

Зокрема, однією із найпривабливіших форм проведення основної або додаткової емісії акцій, що має публічний характер, є ІРО (*Initial Public Offering*). Загалом публічне розміщення цінних паперів (акцій) підприємства являє собою процедуру реалізації їх на організованому ринку з метою залучення капіталу від широкого кола інвесторів. Крім того, залучення додаткових інвестицій через ІРО дає можливість компаніям поліпшити свій імідж, вийти на новий рівень організації виробництва та менеджменту, а отже досягти визнання з боку потенційних іноземних та вітчизняних інвесторів.

Останніми роками тема ІРО стала предметом дослідження російських науковців С. Гвардіна, А. Лукашова, А. Могіна, В. Никифорова, В. Макарова, Е. Волкова, П. Гулькіна¹ та ін. Натомість дослідження українських вчених обмежуються лише невеликою кіль-

¹ ІРО: стратегия, перспективы и опыт российских компаний / С. В. Гвардин. — М.: Вершина, 2007. — 264с.; ІРО от І до О: Пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / А. Лукашов, А. Могин. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 257 с.; Никифорова В. Д., Макарова В. А., Волкова Е. А. ІРО — путь у биржевому рынку. Практическое руководство по публичному размещению ценных бумаг. — СПб.: Питер, 2008. — 352 с.; Гулькин П. Практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (ІРО). — СПб.: Аналитический центр «Альпари СПб», 2002. — 238 с.

кістю праць В. Грушка, Г. Карпенка, В. Кукси, Л. Мельничука, С. Румянцевої, О. Чумаченко та ін. Це пов'язано із тим, що сам процес ІРО в Україні розпочався відносно недавно, у 2005 році. Проте слід відзначити високий рівень поширення цієї теми у засобах масової інформації, насамперед на інтернет-сайтах Національного комітету ІРО, аудиторських компаній ЗАО «Делойт и Туш ЮСК» та Ernst&Young. Ці компанії активно сприяють дослідженню та поширенню інформації щодо світових тенденцій розвитку ринків ІРО.

Разом з тим, і у зарубіжних, і у вітчизняних публікаціях мало уваги приділяється змісту поняття «первинне публічне розміщення (ІРО)».

На нашу думку, характерними ознаками ІРО є такі:

- 1) первинне (перше) розміщення цінних паперів;
- 2) публічне розміщення цінних паперів;
- 3) розміщення цінних паперів певного емітента, що адресовані необмеженому колу осіб (інвесторів);
- 4) первинне публічне розміщення переважно акцій;
- 5) первинне публічне розміщення акцій основного та/або додаткового випуску;
- 6) розміщення відбувається на біржах або на їхніх альтернативних майданчиках, таким чином цінні папери (акції) обов'язково мають пройти процедуру лістингу.

З урахуванням зазначеного, пропонуємо таку дефініцію: «первинне публічне розміщення (ІРО)» — *це первинне (перше) публічне розміщення цінних паперів, переважно акцій основного та/або додаткового випуску, які пройшли процедуру лістингу, широкому колу інвесторів*¹.

Сутність ІРО тісно пов'язана з ринковими процесами, отже, можемо говорити про існування особливого сегмента фондового ринку «**ринку ІРО**» — сукупності фінансових, організаційних та юридичних інституцій, які сприяють емітентам розмістити цінні папери широкому колу потенційних інвесторів. Крім самої компанії та потенційних інвесторів, на ринку ІРО задіяно безліч посередників: фінансові та юридичні консультанти, андеррайтери, букраннери, аудитори тощо. Їхні мотиви не завжди збігаються, кожен з них у процесі підготовки та проведення ІРО стикається з власними проблемами та вирішує свої завдання. Проте всі вони зацікавлені в одному — щоб ІРО відбулося.

¹ Майорова Т. В. ІРО як форма залучення інвестиційного капіталу / Т. В. Майорова // Фінанси України. — 2010. — № 6. — С. 80—88.

Загалом, підготовка і проведення IPO передбачає здійснення чотирьох етапів:

1. На *першому (підготовчому) етапі* підприємство має виробити стратегію розміщення, обрати фінансового консультанта, перейти на міжнародні стандарти фінансової звітності, провести аудит фінансової звітності та систем внутрішнього контролю за 3—4 роки, що передують IPO, здійснити необхідні структурні перетворення, створити публічну кредитну історію, наприклад шляхом емісії облігацій.

2. На *другому етапі* визначають основні параметри майбутнього IPO, проводять процедури юридичної та фінансової комплексної перевірки, а також незалежного оцінювання бізнесу (*due diligence*).

3. На *третьому етапі* здійснюють підготовку та реєстрацію проспекту емісії, приймається рішення щодо випуску, доводять інформацію про IPO до потенційних інвесторів, визначають остаточну ціну розміщення.

4. На *завершальному етапі* відбувається власне проведення розміщення, тобто допуск компанії на біржу і переплата на акції¹.

Аналіз нинішнього ситуації свідчить, що мірою поглиблення світової фінансової кризи активність на світовому ринку IPO знизилася більш як удвічі порівняно із 2007 роком.

Друга половина 2007 року ознаменувалася кризою іпотечних облігацій у США, поступово поширившись на весь світ, завдаючи суттєвих збитків провідним інвестиційним банкам світу. Попри такі фінансові катаклізми, ринок IPO не завмер, хоча й суттєво скоротився. Як зазначає компанія Ernst&Young, упродовж 2009 року в рамках 577 угод у всьому світі через IPO було залучено 112,6 млрд дол. США, що майже втричі менше, ніж за аналогічний період 2007 року (рис. 3.6).

Але від з другої половини 2009 року ринок IPO починає оживати. Незважаючи на невпевнений процес відновлення економіки західних країн, високі темпи зростання й рекордні угоди IPO в Азії зумовили швидке відновлення активності в сфері IPO у міжнародному масштабі. Вже у 2010 році в цілому на ринку IPO було проведено 1393 угод, у результаті яких залучено 284,6 млрд дол. США. Назагал, обсяг залучених у результаті IPO коштів наблизився до рекордного показника у 295 млрд дол. США, досягнутого у 2007 році.

¹ Лукасевич И. Я. Собственные источники финансирования предприятий / И. Я. Лукасевич // Elitarium — центр дистанционного образования. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.elitarium.ru/2008/04/25/istochniki_finansirovaniya.html>.

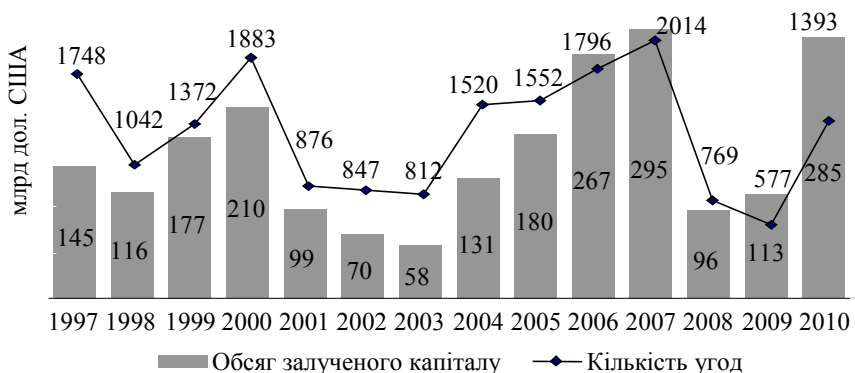


Рис. 3.6. Активність світового ринку IPO у 1995—2010 роках.

* Складено за джерелом¹

За останні роки світовий фондовий ринок кілька разів змінював напрям розвитку і демонстрував несподівані сюрпризи то в Європі, то в Азії, то у США. Активність за розмірами та кількістю проведених IPO за регіонами була однаково нестабільною: то масовий прихід російських компаній до Лондона, то переорієнтація китайського уряду на IPO (приватизація) на внутрішньому фондовому ринку, то криза ліквідності, що вибухнула у США і спричинила масовий відплив капіталу до ринків, що розвиваються.

Останні дослідження в сфері лідерства на ринку первинних розміщень демонструють такі результати: кількість проведених IPO значно зросла у країнах БРІК (Бразилія, Росія, Індія та Китай).

Основним лідером за обсягом розміщень акцій на світових фондових ринках залишається Китайська Народна Республіка (КНР). Останніми роками в Китаї було проведено низку великих первинних публічних розміщень, які за розміром перевищують IPO у США та Європі. Так, за 2010 рік компанії з Великого Китаю (Китай, Гонконг, Тайвань) залучили 130 млрд дол. США, що у три з половиною рази перевищує обсяги залучених

¹ Global IPO Trends Report 2011 / Звіт міжнародної аудиторської компанії Ernst&Young. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/\\$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf).

коштів на ринку IPO у США (37 млрд дол. США). Більшою мірою першість Китаю останніми роками була забезпечена за рахунок розміщень китайських державних банків. Останнім підтвердженням цього є приватизаційна угода за участю Сільськогосподарського банку Китаю (Agricultural Bank of China), яка принесла його власникам 22,1 млрд доларів США, що становила 9 % сукупного обсягу залученого капіталу в результаті IPO у 2010 році¹.

Хоча впродовж 2005—2010 років, кількість IPO в Китаї коливалася, їхній обсяг значно зріс (рис. 3.7). Така динаміка зумовлена економічним зростанням Китаю та притоком ліквідності (якщо не брати до уваги вплив фінансової кризи, що розпочалася у світі 2007 року).

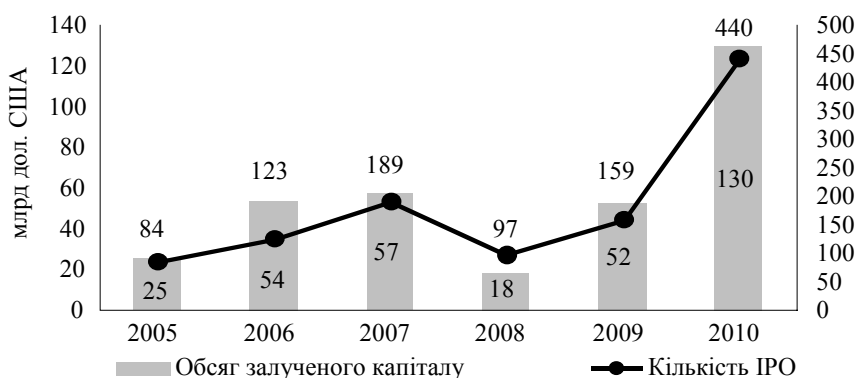


Рис. 3.7. Активність на китайському ринку IPO впродовж 2005—2010 років

* Складено за джерелом².

За даними компанії Ernst&Young, у 2010 році Великий Китай зберіг світове лідерство: на частку китайських емітентів припало 46 % сумарного обсягу коштів, залучених на світових

¹ Global IPO Trends Report 2011 / Звіт міжнародної аудиторської компанії Ernst&Young. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/\\$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf)>.

² Global IPO Trends Report 2011 / Звіт міжнародної аудиторської компанії Ernst&Young. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/\\$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf)>.

ринках. За останній рік китайські емітенти залучили рекордний обсяг коштів — 130 млрд дол. США, що більш як удвічі перевищує піковий показник у 57 млрд дол. США, досягнутий ними у 2007 році. У 2010 році в результаті первинних публічних розміщень на Шанхайській і Шеньчженській фондових біржах було залучено максимальну кількість коштів за всю історію їх існування. Найкращий результат у 2010 році (за рахунок подвійного лістингу Agricultural Bank of China на суму 22,1 млрд дол. США та розміщення страхової компанії AIA Group Ltd. на суму 20,5 млрд дол. США) продемонструвала Гонконгівська фондова біржа — 57,4 млрд дол. США (20,2 % обсягу коштів, залучених на світовому ринку), на другому та третьому місцях — Шеньчженська (44,3 млрд дол. США) та Шанхайська (27,9 млрд дол. США) фондові біржі. На цих майданчиках було залучено 15,6 % і 9,8 % загального обсягу коштів у світовому масштабі відповідно.

Активність на ринку IPO Китаю зумовлена політикою, що проводиться місцевими регуляторами. У цій країні поступово здійснюється лібералізація ринку IPO. Так, з 1998 року крок за кроком розширювалося коло інвесторів (спершу для резидентів, потім для іноземних інституціональних інвесторів). У 2004—2005 роках було проведено структурну реформу, яка значно поліпшила доступ іноземних інвесторів до IPO в Китаї, що викликало справжній бум первинних публічних розміщень.

А у червні 2009 року Пекін скасував тимчасовий мораторій на проведення IPO і вніс низку змін до правил розміщення. Крім того, керівництво країни активно стимулювало реальну економіку, що безпосередньо вплинуло й на фондовий ринок¹. Так, уже наприкінці січня 2010 року холдингова компанія «Русал» у результаті розміщення на Гонконгівській біржі й паралельного (для залучення європейських і американських інвесторів) IPO на французькій Euronext (підрозділ NYSE) продала 10,6 % акцій за 2,24 млрд дол. США².

Загалом роль Китаю на світовому ринку первинних розміщень щороку стає дедалі помітнішою. Так, з-поміж десяти найбільших IPO у світовій історії чотири розміщення проведено компаніями саме з Китаю (табл. 3.9).

¹ Дані інформаційного агентства РБК-Україна / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.rbc.ua>>.

² Гордиенко Ю. Кухня китайского IPO // Секрет Фирмы. — № 4 (296). — 12.04.2010 года / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.kommersant.ru>>.

Таблиця 3.9

ДЕСЯТЬ НАЙБІЛЬШИХ ІРО
У СВІТОВІЙ ІСТОРІЇ^{1, 2}

Місце	Рік лістингу	Компанія	Біржа	Країна	Обсяг угоди, млрд дол. США
1	2010	Agricultural Bank of China	Гонконгівська та Шанхайська	Китай	22,1
2	2006	Industrial & Commercial Bank of China Ltd.	Гонконгівська та Шанхайська	Китай	22,0
3	2010	AIA Group Ltd.	Гонконгівська	Китай	20,5
4	1998	NTT Mobile Communications Network Inc.	Токійська	Японія	18,3
5	2010	General Motors Co.	Нью-Йоркська, Торонтська	США	18,1
6	2008	Visa Inc.	Нью-Йоркська	США	17,8
7	1999	ENEL SpA	Нью-Йоркська	Італія	17,4
8	1996	Deutsche Telekom	Нью-Йоркська	Німеччина	13,0
9	2006	Bank of China Ltd.	Гонконгівська та Шанхайська	Китай	11,1
10	2010	Dai-ichi Life Insurance Company Ltd.	Токійська	Японія	11,1

При цьому у 2010 році на Китай припало три з-поміж десяти найбільших розміщень у світі (табл. 3.10).

¹ Global IPO Trends Report 2011 / Звіт міжнародної аудиторської компанії Ernst&Young. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/\\$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf)>.

² All Time Largest Global IPOs — Top 25 / Дані компанії Renaissance Capital. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.renaissancecapital.com/IPO-Home/Rankings/biggest.aspx>>.

Таблиця 3.10

ДЕСЯТЬ НАЙБІЛЬШИХ ІРО У 2010 РОЦІ¹

Місце	Місяць лістингу	Компанія	Біржа	Країна	Обсяг угоди, млрд дол. США
1	Липень	Agricultural Bank of China	Гонконгівська та Шанхайська	Китай	22,1
2	Жовтень	AIA Group Ltd.	Гонконгівська	Китай	20,5
3	Листопад	General Motors Co.	Нью-Йоркська, Торонтська	США	18,1
4	Березень	Dai-ichi Life Insurance Company Ltd.	Токійська	Японія	11,1
5	Листопад	Petronas Chemicals Group Bhd.	Куала-Лумпурська	Малайзія	4,8
6	Квітень	Samsung Life Insurance Co Ltd.	Корейська	Південна Корея	4,4
7	Листопад	QR National Ltd.	Австралійська	Австралія	4,0
8	Листопад	Enel Green Power SpA	Міланська, Мадридська	Італія	3,4
9	Жовтень	Coal India Ltd.	Бомбейська Національна	Індія	3,4
10	Серпень	China Everbright Bank Co Ltd.	Шанхайська	Китай	3,2

Одним із лідерів за розмірами ІРО у світі також залишаються Сполучені Штати Америки (рис. 3.8).

Аналіз стану ринку ІРО у США засвідчує, що криза ліквідності справила значний вплив на динаміку розміщень. Так, після успішного 2007 року (52 млрд дол. США) обсяг залучених коштів впав вдвічі і протримався на відмітці 27 млрд дол. США впродовж 2008—2009 років. Проте вже у 2010 році американський ринок ІРО відновив свої позиції — у результаті 163 угод залучено 44 млрд дол. США, що майже дорівнює показникам, досягнутим 2006 року (рис. 3.9).

¹ Global IPO Trends Report 2011 / Звіт міжнародної аудиторської компанії Ernst&Young. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/\\$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global-IPO-trends_2011/$FILE/Global%20IPO%20trends%202011.pdf)>.

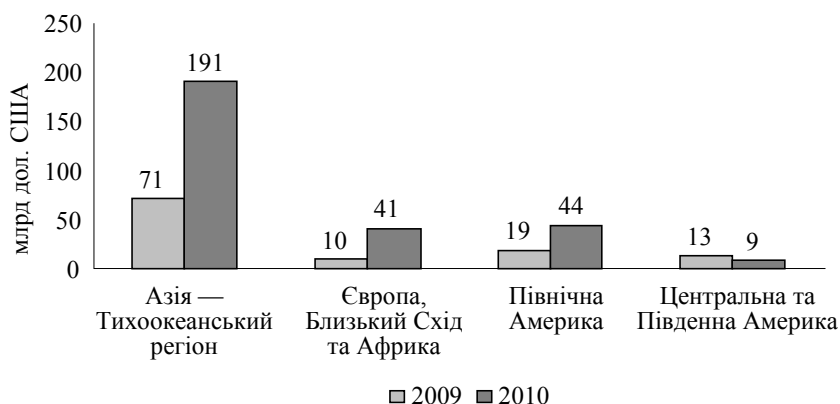


Рис. 3.8. Динаміка обсягів IPO за регіонами у 2009—2010 роках *

* Складено за джерелом¹.

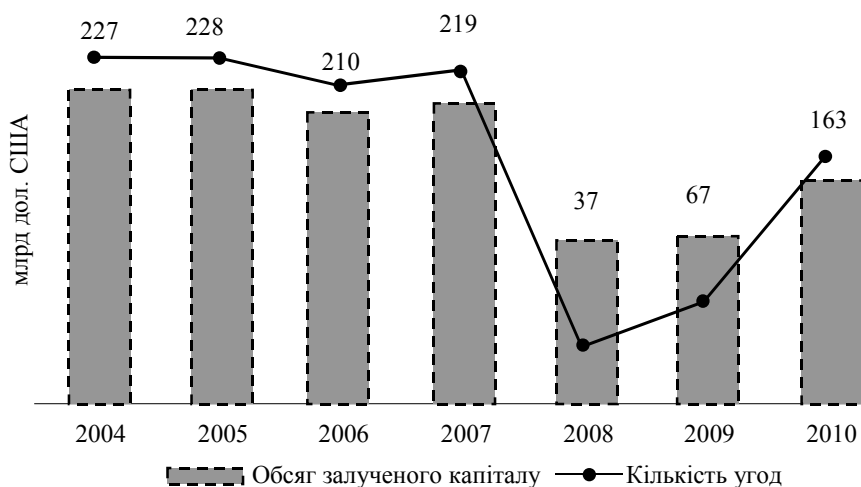


Рис. 3.9. Активність на ринку IPO США за 2004—2010 роки *

* Складено за джерелом².

Загальну ситуацію на американському фондовому ринку допомогло виправити IPO автогіганта General Motors Co. Розмі-

¹ Так само.

² Так само.

щення, що було проведено 17 листопада 2010 року одночасно на Нью-Йоркському та Торонтському майданчиках, принесло держбюджету США 18,1 млрд дол. США. За рахунок цієї угоди Нью-Йоркська фондова біржа посіла третє місце у світі (після Гонконгівської та Шеньчженської фондових бірж) за обсягом залучених коштів (34,7 млрд дол. США, або 12,2 %)¹.

Фінансова криза не оминула стороною країни СНД. Як зазначено в огляді публічних розміщень компаній із Росії та країн СНД за 2010 рік, підготовленому компанією The PBN Company, станом на 23.11.2010 рік було проведено лише 14 IPO (три українські та одинадцять російських компаній), притому що заявлено було 130 транзакцій. Для порівняння: у 2007 році було проведено 33 IPO і залучено 34 млрд дол. США, що у шість разів більше, ніж за весь 2010 рік (5,6 млрд дол. США) (рис. 3.10).

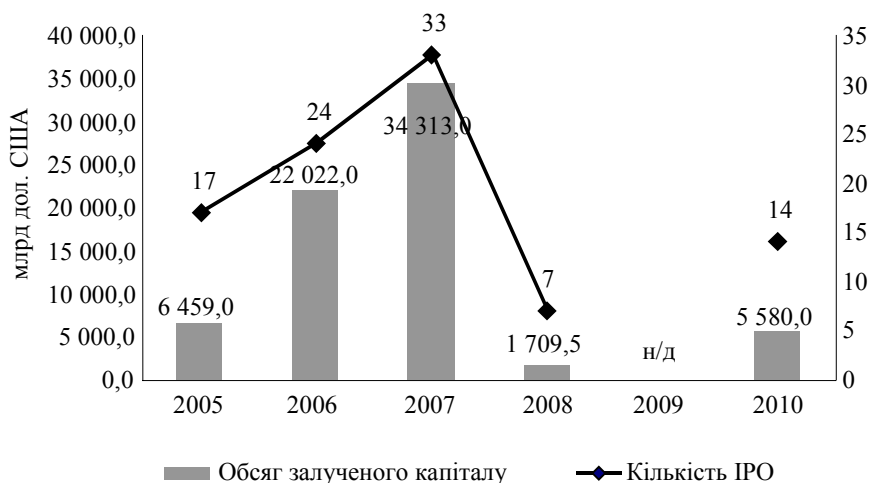


Рис. 3.10. Динаміка активності ринку IPO у країнах СНД у 2005—2010 роках

* Складено за джерелом²

Останніми вітчизняними сміливцями, які наважилися стати публічними у 2010 році, були компанії сільськогосподарського сектору (табл. 3.11).

¹ Так само.

² Смешанная картина по результатам IPO компаний из России и СНГ в 2010 году / Прес-релиз міжнародної компанії The PBN Company від 23.11.2010 р. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.pbnco.com/ru/news/release.php?rid=48>>

Розглянемо детальніше передумови та проблеми розвитку українського ринку IPO. Упродовж останніх років IPO стрімко набуває поширення серед вітчизняних підприємств, тож не є для української економіки унікальним явищем. Але поки що Україна відстає від країн-сусідів — Росії, Польщі, країн Балтії — у використанні цього методу залучення капіталу, який у світі вважають найпрозорішим і найефективнішим.

Таблиця 3.11

УКРАЇНСЬКІ КОМПАНІЇ, ЯКІ ПРОВЕЛИ IPO У 2010 РОЦІ¹

Компанія	Дата	Галузь	Біржа	Ціна розміщення	Обсяг залученого капіталу, млн дол. США
Агро-Generation	Березень	с/г	Париж	2,64 дол. США	16,69
Агротон	Листопад	с/г	Варшава	9,55 дол. США	53,7
Авангард	Квітень	с/г	Лондон	15 дол. США	187,5

Досвід попередніх IPO свідчить, що успіх цього заходу значною мірою залежить від правильного вибору біржі, на якій буде проведено розміщення. Тож фінансові компанії, що супроводжують процедуру IPO, найчастіше пропонують емітентам ті біржі, на яких мають особистий досвід роботи. Українські компанії та їхні фінансові консультанти прагнуть співпрацювати насамперед з Лондонською, Франкфуртською та Варшавською біржами.

Статистика свідчить, що із семи розміщень акцій українських підприємств на закордонних біржах п'ять здійснюються на Лондонській, що є найпопулярнішою і серед російських емітентів. По одному розміщенню припадає на Франкфуртську та Варшавську біржі. Жодного IPO українських акцій не відбулося на російських торговельних майданчиках та жодна національна компанія поки що не вийшла на престижні американські чи японські біржі.

Причиною відсутності зацікавленості українських компаній у співпраці з американськими біржами є вкрай жорсткі вимоги американських регуляторів компаній при лістингу. Тому сьогодні емітенти, виходячи на зарубіжний ринок, вважають за краще розміщувати свої цінні папери у Великій Британії.

За нинішніх умов український ринок IPO переживає глибокий спад. Компанії, які ще рік тому готувалися до розміщення своїх

¹ PBN IPO TRACKER for Russia/CIS / Дані міжнародної компанії The PBN Company станом на 02.12.2010 р. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.pbnco.com/eng/fc/ipo_tracker.php>.

акцій на публічних ринках, сьогодні відклали цю ідею до кращих часів.

Окрім кризи, що негативно вплинула на активність українського ринку IPO, існує низка інших чинників, що заважають вітчизняним компаніям застосовувати цей метод фінансування розвитку бізнесу, а саме:

- нерозвиненість вітчизняного фондового ринку та його інфраструктури, у тому числі законодавства щодо регулювання корпоративного права;
- низький рівень підготовленості та відкритості вітчизняних компаній;
- низька інвестиційна привабливість вітчизняних підприємств для іноземних інвесторів у зв'язку з політичною нестабільністю в країні;
- інформаційна закритість більшості емітентів, навіть на етапі публічного розміщення акцій;
- недостатній досвід андеррайтерів у проведенні розміщення вітчизняних акцій на зарубіжних ринках;
- негативний досвід ряду українських компаній, які розмістили свої цінні папери протягом 2005—2008 років.

Процес IPO потребує багатьох структурних, управлінських, а головне — культурних змін бізнесу. Репутація компанії, прозорість її фінансової та управлінської системи — наріжний камінь будь-якого успішного IPO.

На тлі всіх цих проблем вітчизняні компанії перебудовуватимуть корпоративну структуру під міжнародні стандарти з метою проведення власних IPO. Публічність компанії дасть їй можливість отримати нові зв'язки, забезпечити щорічне зростання, якість та розвиток виробництва.

Однак власних зусиль для цього замало. Для ефективного розвитку ринку первинних розміщень важливо створити стабільні та передбачувані правила відносин бізнесу і влади, законодавче підґрунтя для захисту прав власності.

Насамперед поліпшення інвестиційного клімату неможливе без створення ефективної системи розкриття інформації. Підвищення ефективності системи розкриття інформації має здійснюватися за трьома основними напрямками: поліпшення правового середовища для системи розкриття інформації, забезпечення прозорості українських емітентів, цінні папери яких перебувають у публічному обігу, та доступності інформації, що розкривається ними, для широкого кола інвесторів; удосконалення механізму контролю та нагляду за виконанням вимог щодо розкриття інформації, притягнення до від-

повідальності за порушення таких вимог; використання сучасних інформаційних технологій для підвищення ефективності збирання, обробки, аналізу та публічного розкриття інформації.

Не менш важливою умовою для розвитку ІРО є політична стабільність в Україні як головний чинник залучення іноземних інвестицій у вітчизняні підприємства.

Зрештою, необхідно завершити формування сприятливого правового середовища фондового ринку, в якому проведення ІРО буде ефективним для емітентів і привабливим для інвесторів. Для цього треба забезпечити законодавчо обумовлену можливість функціонування небанківських фінансових установ — інвестиційних компаній, які провадитимуть інвестиційну діяльність комплексно (дилерську, з андеррайтингу та з управління активами), матимуть переважне право на проведення операцій з первинного розміщення цінних паперів, надання послуг з інвестиційного консультування тощо; законодавчо визначити брокерську діяльність такою, що провадиться лише на фондовій біржі з одночасним встановленням чітких правил опосередкованої участі у біржовій торгівлі інвестиційних компаній; запровадити та забезпечити ефективне функціонування інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів тощо.

Підсумовуючи, можна зробити висновок, що ІРО є одним із найкращих інструментів фінансування бізнесу як з точки зору вартості фінансових ресурсів, так і покращення та раціоналізації бізнес-процесів у компанії, корпоративної культури та дисципліни. На жаль, сама модель ведення бізнесу в Україні не сприяє публічності компанії, але вже здійснені ІРО свідчать, що зміни можливі. Публічність — якісно новий рівень ведення бізнесу, його варто прагнути.

Український бізнес потребує довгострокових капіталовкладень, необхідних для розвитку економіки і підвищення інвестиційного іміджу країни, а ринок первинних розміщень у цьому плані є одним із нових і перспективних способів залучення іноземного капіталу.

3.4 Боргові інструменти залучення інвестиційного капіталу

Т. В. Майорова

Упродовж усього періоду реалізації своєї інвестиційної діяльності інвестор часто стикається із проблемою браку власних ресурсів для фінансового забезпечення інвестиційного проекту та

потребою залучення боргового капіталу. Збільшення інвестиційного капіталу за рахунок боргових інструментів дозволяє розширити обсяг як інвестиційної, так і господарської діяльності підприємства, забезпечити ефективніше використання власних коштів, а також пришвидшити реалізацію інвестиційної стратегії, забезпечуючи тим самим зростання вартості підприємства.

Як довела практика, попри вагому роль власного капіталу на етапі створення підприємства надалі його місце поступово заступають позикові кошти, особливо в процесі інвестиційної діяльності. Тому перед менеджментом компанії гостро стоїть питання досконалого володіння всім арсеналом боргових інструментів залучення інвестиційного капіталу та вміле застосування їх на практиці, виходячи з інвестиційних потреб підприємства.

Серед іноземних дослідників, які вивчали різні інструменти формування боргового капіталу, слід назвати Е. Р. Єсcombe¹, Р. С. Вілсона, Ф. Дж. Фабозци², А. Дамодарана³, Х. Уерта де Сото⁴, Д. О. Євдовицького⁵, В. Є. Єсіпова⁶ та інших. До когорти вітчизняних науковців, що приділили увагу борговим інструментам залучення інвестиційного капіталу, належать А. А. Пересада, Т. В. Майорова⁷, А. Г. Козаченко⁸, В. Г. Федоренко⁹, Ю. М. Правик,¹⁰ А. В. Череп¹¹, І. О. Лютий¹², І. П. Мойсеєнко¹ та інші. Од-

¹ Йескомб Э. Р. Принципы проектного финансирования / Пер. с англ. И. В. Василевской; под общ. ред. Д. А. Рябых. — М.: Вершина, 2008. — 488 с.

² Уилсон Р. С. Корпоративные облигации: Структура и анализ / Ричард С. Уилсон, Фрэнк Дж. Фабозци / Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 445 с.

³ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран / Пер. с англ. — 5-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — 1340 с.

⁴ Хесус Уэрта де Сото. Деньги, банковский кредит и экономические циклы / Хесус Уэрта де Сото / пер. с англ. под ред. А. В. Куряева. — Челябинск: Социум, 2008. — 663 + xiv с.

⁵ Инвестиционный анализ в реальном секторе экономики: Учеб. пособие для студентов по спец. «Финансы и кредит», «Бух. учет, анализ и аудит», «Мировая экономика» / Д. А. Евдовицкий; Под ред. д. э. н., проф. Л. Т. Гиляровской. — М.: Финансы и статистика, 2003. — 349 с.

⁶ Бузова И. А., Маховикова Г. А., Терехова В. В. Коммерческая оценка инвестиций / Под ред. В. Е. Есипова — СПб.: Питер, 2004. — 432 с.

⁷ Пересада А. А., Майорова Т. В. Інвестиційне кредитування: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2002. — 271 с.; Пересада А. А., Майорова Т. В., Ляхова О. О. Проектне фінансування: Підручник. — К.: КНЕУ, 2005. — 736 с.

⁸ Козаченко А. Г., Антіпов О. М., Ляшенко О. М., Дібніс Г. І. Управління інвестиціями на підприємстві. — К.: Лібра, 2004. — 368 с.

⁹ Федоренко В. Г. Інвестування: Підручник. — К.: Алерта, 2006. — 443 с.

¹⁰ Правик Ю. М. Інвестиційний менеджмент: Навч. посіб. — К.: Знання, 2007. — 431 с.

¹¹ Череп А. В. Інвестознавство: Підручник. — К.: Кондор, 2006. — 398 с.

¹² Лютий І. О., Грищенко Т. В., Любкіна О. В., Мошенський С. З., Білик О. П., Рак Р. В., Буй Т. Г., Нічосова Т. В., Прімерова О. К. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку. — К.: Центр навчальної літератури, 2008. — 432 с.

нак при цьому питання комплексного висвітлення ролі та специфіки боргових інструментів, що використовуються для фінансування інвестиційних проектів, поки лишається актуальним.

Перш ніж перейти до розгляду конкретних боргових інструментів формування інвестиційного капіталу, розкриємо сутність цього поняття.

Передусім, борговий інструмент — це різновид фінансового інструменту, що у найзагальнішому вигляді можна схарактеризувати як «контракт, який одночасно приводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого»². При цьому він належить саме до фінансового зобов'язання.

Також необхідно окреслити поняття «інвестиційного капіталу». Під цим терміном слід розуміти частину фінансових ресурсів у формі грошових коштів, цінних паперів та інших фінансових інструментів, необхідних для ресурсного забезпечення інвестиційної діяльності підприємства.

Виходячи з викладеного, можемо визначити борговий інструмент формування інвестиційного капіталу як цінний папір або контракт, що дає змогу залучити фінансові ресурси на засадах строковості, платності та поверненості з метою подальшого вкладання їх в інвестиційні проекти.

Боргові інструменти інвестиційного капіталу можна класифікувати за різними ознаками (рис. 3.11).

Хочемо звернути увагу на таку ознаку боргових інструментів, як здатність обертатися на ринку. Прикладом тих, що не обертаються, є банківський, державний та іноземні кредити, лізингові угоди тощо. Однак за високої динаміки сучасної економіки цікавішими як для кредиторів, так і для позичальників є боргові інструменти, що мають здатність до обігу. До них насамперед належать облігації, векселі, структуровані цінні папери, забезпечені активами чи іпотеками, а також похідні цінні папери.

Практика фінансування інвестиційних проектів виробила чимало інструментів залучення позикового інвестиційного капіталу. Однак деякі з них користуються більшою популярністю. В Україні, як і в більшості країн світу, лідерські позиції належать кредиту (банківському, державному, іноземному), облігаціям (державні, муніципальні, корпоративні) та фінансовому лізингу.

¹ *Мойсєєнко І. П.* Інвестування: Навч. посіб. — К.: Знання, 2006. — 490 с.

² Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти»: Затв. наказом Міністерства фінансів України від 30.11.2001 р. № 559 / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <zakon.rada.gov.ua>



Рис. 3.11. Види боргових інструментів інвестиційного капіталу*

* Розроблено автором.

Оскільки у цьому розділі йдеться про формування інвестиційного капіталу на підприємстві, ми розглянемо ті боргові інструменти, які є доступними та найзвичнішими для даного суб'єкта господарювання.

Першим серед таких інструментів є саме банківський кредит — «будь-яке зобов'язання банку надати певну суму грошей, будь-яка гарантія, будь-яке зобов'язання придбати право вимоги боргу, будь-яке продовження терміну погашення боргу, яке надано в обмін на зобов'язання боржника щодо повернення заборгованої суми, а також на зобов'язання на сплату відсотків та інших зборів з такої суми»¹.

Однак у контексті нашого дослідження мова йде про інвестиційний банківський кредит. Так, І. П. Мойсеєнко визначає кредит як «грошові засоби, які надаються банком у позику клієнту для цільового використання на встановлений термін під визначений відсоток», однак при цьому не вказує, що таке «цільове використання» передбачає спрямування позики на фінансування інвести-

¹ Про банки і банківську діяльність: Закон України від 07.12.2000 р. № 2121-III / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <zakon.rada.gov.ua>

ційних потреб підприємства¹. Більш точними є такі визначення банківського інвестиційного кредиту: «основна форма інвестиційного кредиту, при якій грошові кошти на фінансування інвестиційних проектів надаються банківськими установами у тимчасове користування та з виплатою відсотків; довгострокове кредитування інвестиційних проектів під майбутні доходи, яке передбачає як оцінку банком інвестиційного проекту щодо його фінансової самоокупності, так і практичну реалізацію інвестиційного проекту (оцінку бізнес-плану інвестиційного проекту)»².

Отже, банківський інвестиційний кредит слід розуміти двоюко: а) як форму інвестиційного кредиту; б) як особливий різновид банківського кредиту.

Розуміючи специфіку цього виду кредиту, можна визначити переваги та недоліки його використання для кредитора та позичальника (табл. 3.12). Аналізуючи їх, можемо відзначити привабливість банківського інвестиційного кредиту, однак наявність вагомих обмежень, із якими стикаються сторони в процесі оформлення й обслуговування позики, часто є непереборними.

Таблиця 3.12

**ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ВИКОРИСТАННЯ БАНКІВСЬКОГО КРЕДИТУ
ЯК ІНСТРУМЕНТУ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ***

	Переваги	Недоліки
Для кредитора	<ol style="list-style-type: none"> 1. Погашення кредиту забезпечене грошовими потоками від інвестиційного проекту. 2. Відсутній посередник при укладанні кредитної угоди. 3. Наявність якісного забезпечення є обов'язковою. 4. Кредитна угода, як правило, передбачає високий рівень доходів. 5. Після погашення кредиту банк здобуває потенційно привабливого клієнта. 6. Банківський кредит не є єдиним джерелом фінансування кредиту, співучасть у фінансуванні самого позичальника є обов'язковою (як правило, не менше 20—30%) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Інструмент не може обертатися на ринку. 2. Угода має довгостроковий характер. 3. Ефективності кредитування залежить як від господарської діяльності позичальника, так і від успішної реалізації проекту. 4. Банк має ретельно стежити за цільовим використанням кредиту. 5. До ризиків кредитування додаються ризики проекту. 6. Укладання угоди потребує значних витрат часу. 7. Залежно від специфіки проектів банки вимушені звертатися до послуг низку спеціалістів (страховиків, консультантів, оцінювачів заставного майна тощо). 8. Банк зазнає значних втрат у разі неефективної реалізації проекту. 9. Для дотримання нормативів кредитування банк вимушений відхилити привабливу угоду

¹ *Мойсеєнко І. П.* Інвестування: Навч. посіб. / І. П. Мойсеєнко. — К.: Знання, 2006. — С. 278.

² *Майорова Т. В.* Інвестиційна діяльність: Підруч. (для студ. вищ. навч. закл.) / Т. В. Майорова. — К.: Центр навчальної літератури, 2009. — С. 382.

	Переваги	Недоліки
Для позичальника	<ol style="list-style-type: none"> 1. Надання кредиту не потребує державної реєстрації. 2. Є відносно простим і швидким інструментом залучення капіталу. 3. Позичальник має справу лише з одним кредитором — банком (на відміну від більшості боргових цінних паперів). 4. Позичальник не втрачає контролю над підприємством. 5. У разі успішної реалізації проекту та вдалого розрахунку за кредитом підприємство значно поліпшує свою кредитну історію. 6. Відсотки, що їх підприємство сплачує за позицію, відносять на витрати, тож вартість кредиту зменшується на податок на прибуток 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Є одним із найдорожчих інструментів залучення інвестиційного капіталу. 2. Наявність значних труднощів у процесі укладання угоди на тривалий термін, пов'язаних із наданням великого обсягу інформації кредиторіві. 3. Необхідність надати якісне забезпечення. 4. Необхідність забезпечити цільове використання кредиту. 5. Отримання великого кредиту може призвести до небажаного зростання кредиторської заборгованості в балансі підприємства. 6. Можливим є значне погіршення фінансового становища в разі невдалої реалізації проекту та неможливості розрахуватися за кредитом повною мірою. 7. Позичальник не завжди може достатньою мірою співфінансувати проект

* Розроблено автором.

Сьогодні банківський інвестиційний кредит є практично недоступним для більшості підприємств, що зумовлено негативними наслідками фінансово-економічної кризи. Підтвердженням цьому є динаміка обсягу виданих упродовж останніх років інвестиційних кредитів (табл. 3.13).

Таблиця 3.13

**ІНВЕСТИЦІЙНІ КРЕДИТИ, НАДАНІ ДЕПОЗИТНИМИ
КОРПОРАЦІЯМИ НЕФІНАНСОВИМ КОРПОРАЦІЯМ
У 2006—2010 РОКАХ. (СТАНОМ НА КІНЕЦЬ ПЕРІОДУ)***

Період	Усього виданих кредитів, млн грн	Усього виданих інвестиційних кредитів, млн грн	Частка інвестиційних кредитів у загальній сумі кредитів, %	На придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості		Інші кредити в інвестиційну діяльність	
				частка в загальній сумі кредитів, %	усього, млн грн	частка в загальній сумі кредитів, %	усього, млн грн
2006	160 503	22 987	14,3	4,0	6 405	10,3	16 582
2007	260 476	43 205	16,6	4,1	10 618	12,5	32 587
2008	443 665	84 525	19,1	4,1	18 262	14,9	66 263
2009	462 215	88 456	19,1	3,8	17 670	15,3	70 786
2010	500 961	85 255	17,0	2,7	13 612	14,3	71 643

* Розроблено автором за даними Статистичного бюлетеня Національного банку України / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://www.bank.gov.ua>>

Як бачимо, у 2009 році темпи зростання обсягу наданих інвестиційних кредитів скоротилися, тоді як кредити на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості зменшилися, а частка їх у 2008—2009 роках залишалася незмінною. Станом на кінець 2010 року обсяги виданих кредитів вже перевищили рівень попереднього року, що пов'язано із відновленням програм кредитування низкою вітчизняних банків. Утім, цього не сталося саме щодо позик інвестиційного характеру через їхню специфіку та рівень привабливості для банків.

Альтернативою банківському інвестиційному кредиту можуть бути корпоративні облигації.

Стаття 7 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначає облигацію як «цінний папір, що посвідчує внесення його власником грошей, визначає відносини позики між власником облигації та емітентом, підтверджує зобов'язання емітента повернути власникові облигації її номінальну вартість у передбаченій умовами розміщення облигацій строк та виплатити дохід за облигацією, якщо інше не передбачено умовами розміщення»¹. Однак у цьому законодавчому акті нерозкрито термін «корпоративні облигації» («облигації підприємств»). У деяких наукових джерелах відсутнє визначення останніх і як боргового інструменту залучення інвестиційного капіталу.

Виходячи з того, що емітентом даного виду боргових інструментів є юридична особа, а цільовим призначенням — фінансове забезпечення інвестиційного проекту, надалі пропонуємо розуміти корпоративну облигацію в контексті нашого дослідження як борговий цінний папір, що засвідчує відносини позики та зобов'язання підприємства-емітента перед кредиторами повернути їм номінальну вартість корпоративної облигації та виплатити дохід за нею у визначений термін, а кошти, залучені від розміщення цих облигацій, спрямувати на фінансування інвестиційного проекту. Тож таку облигацію можна розглядати і як цінний папір, і як форму інвестиційного кредиту.

Дослідження особливостей застосування підприємствами облигацій для формування свого інвестиційного капіталу дало змогу виокремити переваги та недоліки цього інструменту для емітента та інвестора (табл. 3.14).

¹ Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <zakon.rada.gov.ua>

Таблиця 3.14

**ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ВИКОРИСТАННЯ КОРПОРАТИВНИХ ОБЛІГАЦІЙ
ЯК ІНСТРУМЕНТУ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ***

	Переваги	Недоліки
Для кредитора (інвестора)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Інвестор може очікувати на прогнозований дохід. 2. Інструмент може обертатися на ринку, тому інвестор може виконувати операції РЕПО. 3. Виплата доходів за облігаціями забезпечена надходженнями від інвестиційного проекту. 4. Є можливість дострокового погашення облігації. 5. Інвестування в облігації є менш ризиковим через цільове використання залучених коштів. 6. Придбання облігацій дає можливість диверсифікувати інвестиції. 7. У разі емісії забезпечених облігацій інвестор може очікувати на покриття заборгованості майном підприємства. 8. Інвестор матиме пріоритет у задоволенні претензій в разі банкрутства емітента (на відміну від акцій) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Відсутність можливості управляти підприємством послаблює здатність інвестора отримувати достовірну інформацію про ефективність його діяльності. 2. Існує ризик пролонгування емітентом терміну погашення облігацій та встановлення плаваючої ставки. 3. Слабкий розвиток фондового ринку обмежує обіговість інструменту
Для позичальника (емітента)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Емісія облігацій не впливає на структуру власного капіталу і не призводить до втрати контролю над підприємством. 2. Дозволяє залучити дешевші ресурси (порівняно з банківським кредитом). 3. Заборгованість підприємства диверсифікується за рахунок залучення широкого кола інвесторів. 4. Облігації дозволяють залучити капітал на тривалий термін виходячи з часу реалізації проекту. 5. Відсутня обов'язкова вимога про забезпечення. 6. Підприємство самостійно визначає умови емісії облігацій і адаптує їх до вимог проекту. 7. Цільове використання коштів менш регламентоване порівняно з банківським кредитом. 8. Існує можливість хеджування фінансових ризиків, а також зниження вартості обслуговування боргу через можливість дострокового викупу. 9. Емісія облігацій є привабливою в разі неможливості отримання великої позики у банку. 10. Відсотки за облігацією відносять на витрати підприємства, тож вартість боргу зменшується на податок на прибуток. 11. Надійна кредитна історія та високий рейтинг облігацій забезпечує зростання іміджу компанії 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Необхідною є максимальна відкритість і прозорість діяльності емітента. 2. Процедура реєстрації випуску облігацій дорога і довготривала. 3. Існує ризик неповного розміщення, а тому й неможливості реалізувати проект. 4. У разі виникнення проблем із виконанням зобов'язань важче домовитися з великим колом кредиторів. 5. Фіксовані накладні витрати на підготовку до емісії та рекламу роблять невеликі випуски облігацій непривабливими. 6. Потреба у використанні послуг андеррайтера для публічного розміщення облігацій

* Розроблено автором.

Головним недоліком облігацій підприємств є можливість обмеженого використання їх на теренах вітчизняної економіки. Недостатня розвиненість фондового ринку, відсутність надійних рейтингових агентств та фінансова криза різко зменшили привабливість цього виду боргового інструменту залучення інвестиційного капіталу. Про це свідчить динаміка обсягу емісії корпоративних облігацій останніх років (табл. 3.15).

Таблиця 3.15

**ОБСЯГ ЗАРЕЄСТРОВАНИХ ВИПУСКІВ ОБЛІГАЦІЙ ПІДПРИЄМСТВ
У 2005—2010 РОКАХ, млн грн**

Вид емітента	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Усього	12 748,28	22 070,80	44 480,51	31 346,28	10 107,35	9411,11
Банки	2564,73	4994,00	18 869,37	7115,94	0,00	3500,00
Страхові компанії	41,90	85,00	50,64	97,50	0,00	0,00
Інші підприємства	10 141,65	16 991,80	25 560,50	24 132,84	10 107,35	6261,10

* Розроблено автором за статистичними даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку/ [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://www.ssmc.gov.ua>>

Як бачимо, впродовж 2008—2009 років спостерігається різке скорочення обсягу випусків корпоративних облігацій, причому така тенденція зберігається і зараз. Обсяг зареєстрованих протягом 2010 року випусків облігацій підприємств на 2,26 млрд грн менший порівняно із даними за аналогічний період 2009 року¹.

Ще одним інструментом залучення боргового інвестиційного капіталу є фінансовий лізинг — вид цивільно-правових відносин, що виникають із договору фінансового лізингу, за яким лізингодавець зобов'язується набути в власність річ у продавця (постачальника) відповідно до встановлених лізингоодержувачем специфікацій та умов і передати її у користування лізингоодержувачу на визначений термін не менше одного року за встановлену плату (лізингові платежі)².

Розуміючи фінансовий лізинг як борговий інструмент формування інвестиційного капіталу, можемо схарактеризувати його як угоду, за якої лізингодавець передає лізингодержателю майно, що

¹ Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня — листопада 2010 року / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://www.ssmc.gov.ua/Monthly.aspx>>

² Про фінансовий лізинг: Закон України від 16.12.1997 р. № 723/97-ВР / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <zakon.rada.gov.ua>

виступає об'єктом інвестування, у користування за винагороду і на термін, упродовж якого амортизується не менш як 75 % первинної вартості цього майна, яке після закінчення терміну угоди має перейти у власність лізингодавця або бути викуплене ним за залишковою вартістю. Таким чином, фінансовий лізинг виступає і як довгострокова оренда, і як товарна форма інвестиційного кредиту.

Таблиця 3.16

**ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ВИКОРИСТАННЯ ФІНАНСОВОГО ЛІЗИНГУ
ЯК ІНСТРУМЕНТУ ЗАЛУЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО КАПІТАЛУ**

	Переваги	Недоліки
Для лізингодавця (кредитора)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Об'єкт лізингової угоди перебуває у власності лізингодавця, що значно зменшує кредитний ризик. 2. Забезпеченням угоди виступає як об'єкт лізингової угоди, так і грошові потоки, генеровані проектом. 3. Кредитор може бути впевненим у цільовому використанні коштів. 4. У разі викупу об'єкта за залишковою вартістю, лізингодавець одночасно отримує значний прибуток. 5. Лізингодавець може претендувати на значну комісійну винагороду за підготовку угоди, а також певні податкові пільги. 6. Інструмент лізингу не виключає можливості переуступки прав на вимогу лізингових платежів 	<ol style="list-style-type: none"> 1. До кредитного ризику додається ризик інвестиційного проекту. 2. У разі неможливості позичальника сплачувати лізингові платежі, на балансі лізингодавця може з'явитися неліквідне майно
Для лізингоодержувача (позичальника)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Використання лізингу не потребує державної реєстрації. 2. Лізинг є відносно простим, швидким і дешевим борговим інструментом. 3. Лізинг не виключає можливість повного фінансування об'єкта. 4. Інструмент дозволяє врахувати специфічні інвестиційні потреби підприємства та залучити кошти на тривалий строк. 5. Забезпеченням за угодою є сам об'єкт лізингу, який при цьому міститься на балансі підприємства. 6. Підприємство отримує певну мобільність в ході планування своєї інвестиційної діяльності. 7. У процесі укладання угоди вирішується проблема як залучення капіталу, так і придбання активу. 8. Термін погашення боргу залежить від терміну експлуатації об'єкта та його амортизації. 9. Лізингові платежі визначені наперед і виплачуються за заздалегідь складеним планом. 10. Відсотки за облігацією відносять на витрати підприємства, тож вартість боргу зменшується на податок на прибуток 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Лізингоодержувач несе значні витрати за укладання угоди. 2. Навіть якщо обладнання морально застаріло, підприємство все одно має сплачувати лізингові платежі. 3. Лізингове майно перебуває у власності лізингодавця. 4. Підприємство не завжди має можливість викупити майно за залишковою вартістю.

* Розроблено автором.

Використання для фінансування інвестицій в Україні такого інструменту, як фінансовий лізинг, вказало на його сильні та слабкі сторони (табл. 3.16).

Падіння ділової активності суб'єктів господарювання та фінансова криза вплинули на зміни в динаміці лізингових операцій (табл. 3.17). Як бачимо, у 2008 році на лізинговому ринку розпочався період спаду. Однак за даними 2010 р. кількість і вартість угод уже перевищила підсумковий показник 2009 року. Проте очікувати, що лізинговий ринок повернеться до рівня 2007-го, доведеться ще рік-два.

Таблиця 3.17

**КІЛЬКІСТЬ І ВАРТІСТЬ УКЛАДЕНИХ УГОД ФІНАНСОВОГО ЛІЗИНГУ
У 2007—2010 РОКАХ***

Період	2007	2008	2009	2010
Вартість укладених угод, млрд грн	16,88	9,98	2,47	4,97
Кількість укладених угод, шт.	9275	9766	3007	5095

* Розроблено автором за статистичними даними Українського об'єднання лізингодавців / [Електронний ресурс]. — Доступно з: < <http://www.leasing.org.ua> >

Вивчення інвестиційного потенціалу банківського кредиту, корпоративних облігацій та фінансового лізингу виявило як сильні, так і слабкі сторони. Саме наявність останніх зумовлює появу нових, специфічних для України боргових інструментів. До них можна віднести:

1. Синдикований кредит — різновид кредиту, що надається кількома кредиторами одному позичальникові, при цьому сума кредиту і ризики розподіляються між банками-учасниками. Перевага інвестиційного синдикованого кредиту для позичальника полягає в тому, що він може залучити кошти для фінансування великого проекту, маючи справу при цьому фактично лише з одним банком — організатором операції. Для банків такий борговий інструмент дозволяє уникнути концентрації кредитного ризику, а також зменшити трансакційні витрати.

2. Мультивалютний кредит — кредит (як правило, міжнародний), що надається і погашається у кількох валютах (не менш як у двох). Такий борговий інструмент дозволяє нівелювати валютний ризик для учасників угоди, якщо реалізація інвестиційного проекту передбачає участь представника іншої країни та/або залучення іноземного капіталу.

3. Єврооблігації (євробонди) — боргові цінні папери, що номіновані в іноземній валюті і розміщуються емітентом за межами

своїєї країни серед іноземних інвесторів. Перевагами цього інструменту як для позичальника, так і для інвестора є його гнучкість, стабільна дохідність, захищеність від валютних ризиків та пільгові умови емісії й оподаткування.

4. Факторинг — борговий інструмент, за якого «одна сторона (фактор) передає або зобов'язується передати грошові кошти в розпорядження другої сторони (клієнта) за плату (в будь-який передбачений угодою спосіб), а клієнт відступає або зобов'язується відступити факторові своє право грошової вимоги до третьої особи (боржника)» (Стаття 1077 Цивільного кодексу України)¹. Такий інструмент фінансування має переваги насамперед для підприємства-позичальника, кошти якого не витягуються з обігу, забезпечуючи його операційну діяльність, до того ж привабливий є відсутність забезпечення, простота та швидкість оформлення угоди.

5. Форфейтинг — борговий інструмент, що передбачає придбання фінансовим агентом у кредитора боргу, підтвердженого комерційним зобов'язанням (векселем), без права регресу. Використання форфейтингу дає змогу зменшити ризики кредитний, валютний, відсоткових ставок та ліквідності.

6. Конвертовані облігації — гібридний борговий інструмент у вигляді іменних облігацій, умовами випуску яких передбачено можливість обміну їх на звичайні акції підприємства. Цей інструмент залучення інвестиційного капіталу є вигідним саме для позичальника, оскільки дозволяє уникнути негативного впливу зростання ринкових процентних ставок і дефолту в разі неможливості розрахуватися за облігаціями.

7. Експортно-імпортне фінансування — різновид банківського кредиту, що використовується для фінансування експортно-імпортних операцій (у т. ч. пов'язаних із купівлею/продажем інвестиційних активів). Залучення боргового капіталу таким чином здійснюється банком у формах акцепту векселів, видачі гарантій, обліку векселів, підтвердження акредитивів, кредитування по відкритим рахунком, видачі позики в іноземній валюті під контракт або під заставу. Експортно-імпортне фінансування є необхідним, якщо запозичені кошти будуть використані для придбання реальних активів за кордоном.

8. Реструктуризація боргових зобов'язань — перегляд початкових умов угоди із запозичення коштів у вигляді зменшення вартості позики, термінів погашення основного боргу і відсоткових

¹ Цивільний кодекс України від 16.01.2003 р. № 435-IV / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <zakon.rada.gov.ua>

платежів, перегляду графіка платежів, зміна учасників угоди тощо. Можливість здійснення реструктуризації боргу є важливою супровідною умовою використання всіх видів боргових інструментів залучення інвестиційного капіталу.

9. Кредитні деривативи — це позабіржові похідні інструменти, створені для передання кредитного ризику від однієї сторони до іншої; двосторонні фінансові контракти, що відокремлюють володіння і управління кредитним ризиком і таким чином перерозподіляють кредитний ризик між учасниками угоди¹. Серед кредитних деривативів можна вирізнити:

а) кредитні ноти — боргові цінні папери, які банк-емітент випускає паралельно з видачею кредиту своєму позичальникові, за якими емітент зобов'язаний виплачувати дохід у вигляді фіксованих відсотків та запозичену суму боргу у визначений угодою термін мірою погашення кредиту позичальником. Такий інструмент дозволяє банку уникати концентрації кредитного ризику та фінансувати великі інвестиційні проекти;

б) кредитний дефолтний своп — це борговий інструмент, що має ознаки страхового і передбачає здійснення періодичних виплат однією стороною іншій в обмін на її платіж у разі настання кредитного випадку стосовно до конкретного активу (зниження кредитного рейтингу, невчасність платежів за кредитом, банкрутство, реструктуризація боргу тощо);

в) своп-кошики на невиконання зобов'язань — різновид кредитного дефолтного свопу, за якого платіж буде здійснюватися в разі настання кредитного випадку щодо до групи активів.

Розмаїття боргових інструментів залучення інвестиційного капіталу дозволяє підприємству обрати той, що найбільшою мірою відповідає його інвестиційним потребам. Використання боргових інструментів дає компаніям змогу зменшити вартість запозичень, реалізовувати довгострокові інвестиційні проекти, здобути публічну кредитну історію, збільшити юридичну та фінансову прозорість. Утім, повноцінно використовувати ці та інші переваги в Україні перешкоджають такі чинники:

1) недосконалість національного законодавства, що регулює випуск та обіг боргових інструментів;

2) нерозвиненість фондового ринку та ринку специфічних боргових інструментів, які широко використовують за кордоном;

¹ Глуценко С. В. . Зниження ризиків фінансово-кредитної діяльності: досвід для України / С. Глуценко // Збірник наукових праць / [В. Є. Новицький (відп. ред.)]; Ін-т світової економіки і міжнар. відносин НАН України. — К.: [ICEMV НАН України], 2008. — Вип. 56. — С. 198.

3) загальне падіння кон'юнктури фінансового ринку, скорочення активності суб'єктів господарювання, слабкість національної грошової одиниці, високі інфляційні очікування та високий рівень ризику позикових операцій;

4) неготовність фінансової системи та самі суб'єктів господарювання до застосування окремих механізмів залучення боргового капіталу;

5) загальне падіння кон'юнктури на ринку запозичень, непрозорість діяльності його суб'єктів;

6) низький рівень інформативності фінансового ринку, що пов'язане з обмеженістю й недостовірністю звітних даних, а також відмовою від послуг рейтингових агентств;

7) наявність на ринку спекулятивних боргових інструментів;

8) помилки та внутрішньо корпоративні недоліки у веденні фінансової й інвестиційної діяльності суб'єктів ринку боргового капіталу;

9) слабкість і неадекватність державного регулювання національного ринку боргових інвестиційних запозичень;

10) висока вартість фінансового інжинірингу та деяких боргових інструментів залучення інвестиційного капіталу;

11) відсутність надійних гарантій з операцій із запозичень інвестиційних коштів, а також широка практика зміни попередніх умов угоди;

12) обмежені можливості виходу на іноземний ринок боргового інвестиційного капіталу.

Подолання цих перешкод розширить можливості підприємств залучати інвестиційний капітал шляхом використання боргових інструментів, зробивши останні ефективними та потенційно привабливими для кредиторів та інвесторів. На цьому шляху головними напрямками мають бути:

1) удосконалення національної законодавчої бази, доведення її рівня до потреб суб'єктів ринку боргового інвестиційного капіталу й адаптація до норм міжнародного права у цій сфері;

2) встановлення необхідного рівня прозорості діяльності суб'єктів, що використовують боргові інструменти для фінансування інвестиційних проєктів, шляхом уніфікації вимог до фінансової звітності та встановлення контролю за її достовірністю;

3) усунення негативного впливу макроекономічних чинників на доступність інвестиційного позикового капіталу для вітчизняних підприємств (контролювання рівня інфляції, зменшення податкового навантаження, перешкоджання різкому коливанню валютних курсів і процентних ставок);

4) створення сприятливих умов для залучення в країну іноземного боргового інвестиційного капіталу;

5) поліпшення якості боргових інструментів та механізмів їх використання, а також інформування суб'єктів господарювання про можливості цих інструментів;

6) регулювання розвитку фондового ринку, ринку банківського кредитування та фінансового лізингу відповідно до потреб вітчизняної економіки.

3.5. Іпотека як інструмент формування інвестиційних ресурсів підприємств

О. М. Мякишевська

Перспективний розвиток інвестиційної діяльності підприємств значною мірою залежить від забезпеченості фінансовими ресурсами як короткострокового, так і довгострокового характеру. Одним із важливих питань є фінансово-кредитна підтримка підприємництва. Тому найпоширенішим джерелом інвестицій і традиційною формою залучення позикових фінансових ресурсів підприємств є, як правило, банківські кредити. Найчастіше банки надають підприємствам короткострокові та середньострокові кредити, тоді як фінансування інвестиційної діяльності потребує широкого використання довгострокових кредитів.

Зазначимо, що короткострокове кредитування підприємства є малоефективним, бо не дозволяє створити достатній обсяг обігових коштів у межах виробничого циклу. Зрештою погашення кредитів здійснюється за рахунок нових запозичень. У цьому разі підприємство потрапляє «боргову яму», вибиратися з якої йому дедалі важче. Залучення довгострокових кредитів із погашенням мірою надходження доходів підприємства є найбільш ефективною формою кредитування. При цьому схема погашення тіла кредиту та відсотків може бути як суміщеною, так і рознесеною за часом виплат. Це дає змогу врахувати можливість затримки в надходженні грошових коштів від реалізації продукції. Залучення довгострокового кредиту з погашенням його тіла наприкінці терміну кредитування є доцільним, якщо деяку частину його вільних коштів можна розмістити на депозит «до запитання» для компенсації відсоткових виплат.

Фінансування розвитку підприємств за рахунок іпотечного кредиту зараз на нашу думку, є одним із найпривабливіших спо-

собо́в. Це зумовлено можливістю довгострокового кредитування зміни структури основних фондів під низькі відсотки та відсутністю потреби вилучати з обігу предмет іпотеки.

У всьому світі іпотека як інвестиційний інструмент має велике значення, адже це:

- *для позичальника* — додаткова можливість отримання значних коштів на тривалі терміни для розв'язання житлової проблеми;
- *для банку* — стабільна робота впродовж кількох десятиліть зі стабільними доходами та гарантією повернення кредиту;
- *для держави* — постійні інвестиції у житловий сектор, розвиток будівельної індустрії, а головне — становлення і розвиток ринкових відносин у багатьох секторах економіки, розв'язання значної кількості соціальних проблем.

Іпотекою є застава нерухомого майна, що залишається у володінні заставодавця або третьої особи¹. Чинне законодавство визначає іпотеку як вид забезпечення виконання зобов'язання нерухомим майном, що залишається у володінні та користуванні іпотекодавця, згідно з яким іпотекодержатель має право в разі невиконання боржником забезпеченого іпотекою зобов'язання отримання задоволення своїх вимог за рахунок предмета іпотеки переважно перед іншими кредиторами цього боржника у порядку, встановленому законом². Більшість науковців, при трактуванні поняття іпотеки, як правило, виходять із взаємозв'язку застави нерухомості та позикового капіталу.

По-перше. Це грошові зобов'язання, забезпечені заставою нерухомості, землі, окремих об'єктів рухомого майна, майнових прав, емісійних іпотечних боргових зобов'язань. По-друге, це заставна. По-третє, це іпотечний кредит³. А. Цогоєв зазначає, що іпотека є різновидом майнової застави, що слугує забезпеченням виконання грошового зобов'язання з метою отримання іпотечної позички, як правило, іпотечного кредиту. При цьому іпотека є таким видом застави, за якого закладається майно, що не передається в руки кредитора, а залишається у боржника (заставодавця)⁴.

¹ Цивільний Кодекс України від 16.01.2003 року № 435-IV, ст. 575 //Відомості Верховної Ради. — [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>

² Закон України «Про іпотеку» від від 05.06.2003 року № 898-IV// Верховна Рада України. — [Електронний ресурс] — Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>

³ Любунь О. С., Кірсєва О. І., Денисенко М. П. І поточне кредитування: Навчальний посібник. — К.: Центр навчальної літератури, 2005. — С. 9.

⁴ Цогоєв А. Как инвестировать в недвижимость. — 2 изд. доп.— М.: Аналитика Бизнес Бутс, 2006. — 174 с.— С. 18.

Іпотечний кредит часто визначають як позику (угоду позики), надану за принципами банківських позик під забезпечення нерухомим майном на довгостроковій основі. Формальна схожість угод іпотечної позики, що зустрічається в різних економічних системах, закріплюється однаковим найменуванням — «іпотечний кредит», але відносини іпотечного кредитування, зберігаючи однакову назву, мають різну сутність, різну природу.

Основна специфіка іпотечного кредиту — це так зване заставне право, сутність якого полягає в тому, що кредитори мають переважне перед іншими кредиторами (за винятком державних боргів, у тому числі боргів за податками) на погашення (забезпечення) своїх зобов'язань через продаж закладеного майна у разі невиконання позичальником своїх зобов'язань перед кредитором.

Згідно із Законом України «Про іпотечне кредитування операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати»¹ від 19 червня 2003 року під іпотечним кредитом розуміють правовідносини, які виникають на підставі угоди про іпотечний кредит між кредитором і боржником з приводу надання коштів у користування із встановленням іпотеки.

Більшість науковців і практиків під іпотечним кредитом розуміють будь-яку позику, надану під заставу нерухомості, незалежно від мети її використання. С.В.Мочерний в економічному енциклопедичному словнику дає таке визначення іпотечного кредиту: це довготерміновий кредит, який надають під заставу нерухомості, землі, будівель виробничого і житлового призначення. Це відносини економічної власності з приводу тимчасового відчуження певної суми грошових ресурсів фінансово-кредитними підприємствами під заставлене майно фізичними і юридичними особами за відповідну плату у формі відсотка².

О. Румянцева ототожнює іпотечне кредитування із заставним кредитуванням, «коли об'єктом застави виступає нерухоме майно (підприємства, споруди, будівлі та і інші об'єкти разом з відповідною земельною ділянкою) і правом користування ним. Надання кредитних ресурсів на умовах застави дохідного майна і контро-

¹ Закон України «Про іпотечне кредитування операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» від 19.06. 2003 року № 979-IV // Відомості Верховної Ради. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>

² Економічний енциклопедичний словник: У 2-х т. — Т.1/ За ред. С. В. Мочерного. — Львів: Світ, 2005. С.384.

лю кредитора за доходами, які отримуються за рахунок цього майна...»¹.

В. Д. Лагутін вирізняє іпотечний кредит як особливу форму кредиту, яка пов'язана із наданням позик під заставу нерухомого майна — землі, виробничих або житлових будівель тощо².

С. І. Кручок вважає, що іпотечний кредит є ефективним засобом трансформації прив'язаного до нерухомості капіталу, в операційний. При цьому заставлена нерухомість залишається в користуванні заставодавця і продовжує виконувати свої безпосередні функції, уможливорюючи водночас отримання значних фінансових ресурсів, залучення яких в інший спосіб неможливе³.

У підручнику за редакцією А. М. Мороза ми знаходимо таке визначення іпотечного кредиту: іпотечний кредит — це довгострокові позики, що надаються банками під заставу нерухомості — землі та будівель виробничого й житлового призначення. В основу цього кредиту покладено іпотеку, що може бути встановлена на нерухоме майно, яке заставодавець має право продавати або відчужувати в інший спосіб⁴.

Наприклад, Л. Рябченко зазначає: «...оскільки іпотечний кредит надається під заставу реальних цінностей, то для банку конкретність мети іпотечного кредитування не завжди є обов'язковою»⁵. Г. Полянський у праці «Житлова економіка» пише: у широкому сенсі іпотечну заборгованість можна розглядати як загальну заборгованість домогосподарства, прив'язану до домоволодіння⁶.

У зв'язку з цим на практиці банки надають іпотечні кредити не лише на придбання чи будівництво об'єктів нерухомості житлового і нежитлового призначення, купівлю земельних ділянок під забудову, а й на реконструкцію та модернізацію об'єктів нерухомості, а також на інші цілі, наприклад на споживчі потреби, на ведення малого бізнесу тощо. «Класичною» метою іпотечного кредитування є: фінансування будівництва, придбання, модернізація об'єкта житлової та нежитлової нерухомості, освоєння і придбання земельних ділянок⁷.

¹ Румянцева Е. Е. Новая экономическая энциклопедия. — М.: ИНФРА-М, 2005. — VI, 724 с., с. 144.

² Лагутін В. Д. Кредитування: теорія і практика.: Навч. посіб. — 3-тє вид., перероб. і доп. — К.: Т-во «Знання», КОО, 2002. — 215 с.

³ Кручок С. І. Іпотечне кредитування: Навч. посіб. — К.: Мета, 2002. — 230 с., С. 14.

⁴ Мороз А. М., Савлук М. І., Пуховкіна М. Ф. та ін. Банківські операції. — К.: КНЕУ, 2008. — 476 с.

⁵ Рябченко Л. І. Ипотечное кредитование: Учебн. пособие. — М.: ФА, 2001. С. 18.

⁶ Жилищная экономика: Пер. с англ./ Под ред. Г. Поляковского. — М.: Дело, 1996. — С. 149

⁷ Базилевич В. Д., Погорельцева Н. П. Іпотечний ринок. — К.: Знання, 2008. — 717 с., С. 44.

Іпотечний кредит дає можливість підприємствам купувати машини, устаткування та інші засоби виробництва¹. Низка особливостей іпотечного кредиту суттєво відрізняє його від інших інструментів формування інвестиційних ресурсів підприємств:

- надійне забезпечення повернення кредиту у вигляді нерухомого майна у порівняно з іншими видами кредиту, де забезпеченням повернення позики може виступати не тільки нерухоме, а й рухоме майно, товари в обігу, гарантійне доручення тощо, що робить їх менш надійними, а отже, дорожчими;

- цільова спрямованість іпотечної позики — фінансування придбання, побудови і перепланування як житлових, так і нежитлових приміщень, а також освоєння земельних ділянок;

- заставою для отримання іпотечного кредиту може виступати саме та нерухомість, на придбання якої він видається;

- іпотечні кредити надаються на значні суми та тривалих термін.

Особливості іпотечного кредиту формують переваги та недоліки іпотечного кредитування і для позичальника, і для кредитора. Існують обставини, які дещо знижують привабливість іпотечного кредиту, насамперед довгостроковий характер іпотечного кредиту відволікає банківські кредитні ресурси на тривалий термін (табл. 3.18).

Таким чином, іпотечний кредит виражає відносини з приводу дохідного руху вартості у сфері фінансування нерухомості, наданої у довгострокову позику під заставу землі або іншого об'єкта нерухомого майна зі збереженням за заставодавцем права володіння і користування ним на принципах повернення, платності, строковості, диференціації.

Згідно з поширеною в Україні практикою, іпотекою підприємства може бути забезпечене грошове зобов'язання, сума якого становить не менше половини вартості активів підприємства.

У статті 191 Цивільного кодексу України² зазначено: «підприємство є єдиним майновим комплексом, що використовується для здійснення підприємницької діяльності. До складу підприємства як єдиного майнового комплексу входять усі види майна, призначені для його діяльності, включаючи земельні ділянки, будівлі, споруди, устаткування, інвентар, сировину, продукцію, права вимоги, борги, а також право на торговельну марку або інше позначення та інші права, якщо інше не вста-

¹ Кутыркин А. Н., Цупор И. И. Долгосрочные ипотечные вложения в промышленность. — Донецк: ИЭП НАН Украины, 2001. — С. 34.

² Цивільний Кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV ст. 191 // Відомості Верховної Ради. [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>

новлено договором або законом. Підприємство як єдиний майновий комплекс є нерухомістю. Підприємство або його частина можуть бути об'єктом купівлі-продажу, застави, оренди та інших правочинів». Таким чином, «підприємство» — це не тільки майно, право вимоги (активи), й борги-пасиви юридичної особи. Лише в такому складі «підприємство» може бути предметом іпотеки.

Таблиця 3.18

**ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ІПОТЕЧНОГО КРЕДИТУВАННЯ
ДЛЯ КРЕДИТОРА І ПОЗИЧАЛЬНИКА¹**

Переваги	Недоліки
1. Застава нерухомості під час кредитування	
<p>Для кредитора — іпотекодержателя:</p> <ul style="list-style-type: none"> • полегшується контроль за збереженням предмета застави; • право кредитора звернути стягнення та реалізувати предмет іпотеки для задоволення своїх вимог у разі невиконання позичальником умов кредитного договору 	<ul style="list-style-type: none"> • ускладнює процес реалізації застави у разі непогашення позики, оскільки предмети іпотеки, як правило, не належать до високоліквідних активів
<p>Для позичальника — іпотекодавця:</p> <ul style="list-style-type: none"> • зростання інвестиційних можливостей шляхом перетворення нерухомості на операційний капітал; • фізичні характеристики нерухомості дозволяють залишати об'єкт іпотеки у володінні та користуванні позичальника; • самостійно розпоряджається доходом, отриманим у результаті використання предмета іпотеки 	<ul style="list-style-type: none"> • втрата права власності на предмет іпотеки у разі невиконання зобов'язань, передбачених кредитним договором
2. Цільове використання іпотечної позики	
<p>Для кредитора — іпотекодержателя:</p> <ul style="list-style-type: none"> • можливість диверсифікації, тобто урізноманітнення інструментів і програм іпотечного кредитування відповідно до мети використання іпотечної позики; • контроль за цільовим використанням іпотечного кредиту сприяє зниженню ризиків можливих втрат і доходів за умов інформаційної асиметрії 	<ul style="list-style-type: none"> • додаткові витрати, пов'язані з диверсифікацією інструментів і програм іпотечного кредитування; • додаткові витрати на моніторинг цільового використання іпотечного кредиту

Закінчення табл. 3.18

¹ Базилевич В. Д., Погорельцева Н. П. Іпотечний ринок. — К.: Знання, 2008. — 717 с. — С. 49.

Переваги	Недоліки
<p>Для позичальника — іпотекодавця:</p> <ul style="list-style-type: none"> • заставаю в іпотечному кредиті може виступати нерухомість, на придбання якої залучається позичковий капітал; • з метою збереження предмета іпотеки позичальник виконує умови кредитного договору, підвищує платоспроможність і покращує власний фінансовий стан 	<ul style="list-style-type: none"> • обмежує можливість спрямування іпотечних позик на інші цілі
<p align="center">3. Довгостроковість іпотечного кредитування</p>	
<p>Для кредитора — іпотекодержателя</p> <ul style="list-style-type: none"> • у разі платоспроможності позичальника кредитор забезпечується стабільною клієнтурою; • заставні активно обертаються на вторинному ринку, що дозволяє кредитору диверсифікувати ризики іпотечного кредитування 	<ul style="list-style-type: none"> • іпотечне кредитування передбачає значний обсяг аналітичної роботи, пов'язаної з управлінням активами і пасивами кредитора
<p>Для позичальника — іпотекодавця</p> <ul style="list-style-type: none"> • збільшує період погашення основної суми боргу і відсотків, знижуючи розмір щомісячних виплат; • відносна стабільність номінальних виплат протягом періоду кредитування 	<ul style="list-style-type: none"> • підвищує ризик неплатоспроможності позичальника та втрату прав власності на предмет іпотеки

Як особливий вид іпотечних відносин застава майнового комплексу підприємства визначена у ст. 38 Закону України «Про заставу»¹. Відповідно до цієї статті іпотека майнового комплексу підприємства і його структурного підрозділу, якщо інше не передбачено законом чи договором, поширюється на все його майно, в тому числі на основні фонди та обігові кошти, а також інші цінності, відображені в самостійному балансі підприємства.

Не допускається передавання в іпотеку підприємства, яке перебуває на межі банкрутства, чи прийняття рішення про ліквідацію або реорганізацію. Іпотекою підприємства забезпечується грошове зобов'язання, що підлягає виконанню не раніше ніж за рік після укладання угоди іпотеки².

Особливості передавання в іпотеку підприємств, будівель та споруд відображено на рис. 3.12.

¹ Закон України «Про заставу» від 02.10.1992 року № 2654-XII // Відомості Верховної Ради. [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>

² Горемыкин В. А. Экономика недвижимости: Учебник. — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: Высшее образование, 2008. — 808 с. — С. 563.

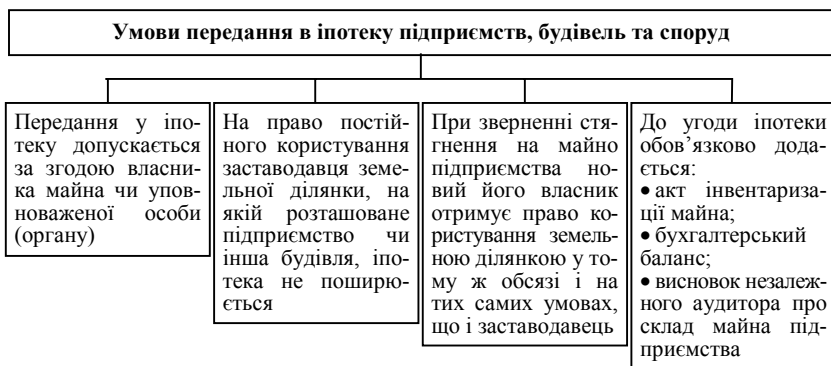


Рис. 3.12. Умови передавання в іпотеку підприємства як майнового комплексу

Іпотека підприємства як майнового комплексу передбачає заставу сукупності майна і прав, що певною мірою виглядає абстрактно, адже навіть невелике підприємство є складною різнорідною сукупністю товару, торговельного обладнання, прав вимоги до постачальників і покупців.

Таким чином, українське право в деяких випадках виключає дію принципу спеціальності заставного права і визнає можливим заставу сукупності майна і прав.

За чинним законодавством України не всі майнові комплекси підприємств і їх структурні підрозділи можуть бути предметом іпотеки. Так, відповідно до ч. 4 ст. 11 Закону України «Про заставу» державне підприємство, за яким майно закріплено на праві повного господарського відання, самостійно здійснює заставу цього майна, за винятком цілісного майнового комплексу підприємства, його структурних підрозділів, будівель і споруд, застава яких здійснюється з дозволу та на умовах, погоджених з органом, уповноваженим управляти відповідним державним майном.

Проблема визначеності майна, на яке поширюється іпотека майнового комплексу, загострюється ще й тим, що в різний час підприємству може належати різне майно. І цілком можлива ситуація, коли на час звернення стягнення на майновий комплекс підприємства у боржника не буде не тільки майна, відображеного на балансі підприємства під час укладання договору застави, а й взагалі ніякого майна. На жаль, чинне законодавство не повною мірою захищає інтереси заставодержателя від можливих фінансових невдач чи зловживань зі сторони боржника.

Слід зазначити, якщо предметом іпотеки є майновий комплекс підприємства у цілому, то до складу заставленого майна входять усі належні підприємству як юридичній особі на праві власності матеріальні і нематеріальні активи, основні фонди і оборотні кошти, інші цінності, вартість яких відображена в самостійному балансі підприємства, права вимоги та інші виключні права, а також борги підприємства. До складу заставленого майна входять отримані доходи підприємства, набуте ним майно, зроблені заставодавцем поліпшення майна підприємства, а також набуті підприємством у період іпотеки борги. Передання майнового комплексу підприємства в іпотеку можливе тільки за наявності згоди власника майна підприємства чи уповноваженого ним органу на підставі рішення органу, уповноваженого статутними документами підприємства. Склад майна, яке передається в іпотеку майнового комплексу підприємства, і оцінка його вартості визначається на підставі повної інвентаризації майна підприємства. Рис. 3.13 відображає правові аспекти іпотеки підприємств, будівель і споруд.



Рис. 3.13. Правові аспекти іпотеки підприємств,
будівель та споруд

Використання іпотеки як інструменту формування фінансових ресурсів підприємств має серйозні перспективи. Підприємства сьогодні потребують оновлення та продуктивніших основних фондів, а посилення конкурентної боротьби змушує керівництво

підприємств постійно вишукувати ресурси на технічну модернізацію і переобладнання. Та все одно переважна частина інвестицій в основний капітал здійснюється за рахунок власних коштів підприємств і організацій, у результаті чого станом на 1.10.2010 рік освоєно 57,4 % капіталовкладень. Частка залучених і запозичених коштів, у тому числі кредитів банків і коштів іноземних інвесторів, у загальних обсягах капіталовкладень становила 16,2 %¹.

Якщо врахувати той факт, що економіка країни недокапіталізована, і дані, які базуються на статистичній звітності не відповідають ринковим реаліям та справжній вартості майна підприємств, то потенційні обсяги іпотечних кредитів величезні. Але для цього потрібно впроваджувати такі механізми залучення вільних коштів фізичних та юридичних осіб, які б могли зацікавити їх вкладати гроші в довгострокові проекти.

У зв'язку з цим іпотека може бути використана:

- як механізм створення і залучення додаткових засобів для підтримки та розвитку матеріального виробництва;
- як додатковий інструмент забезпечення і стимулювання обігу та перерозподілу майна у тому випадку, коли інші способи (наприклад, купівля-продаж) юридично неможливі або економічно недоцільні;
- для створення багаторівневого фіктивного капіталу у вигляді заставних й інших похідних іпотечних цінних паперів.

Макроекономічні показники свідчать, що обсяги наданих кредитів за останні роки мали певні зміни. Так, на початок 2008 року загальний обсяг становив 492,0 млрд грн, а на 1.10.2010 року досяг 745,9 млрд грн (рис. 3.14).

За останні роки частка проблемних кредитів у портфелях банків зросла, наприклад, за 2009 рік у 3,7 раза, до 9,4 % на кінець року, а у 2010 якість активів і надалі погіршувалася; на 1.07.2010 року склала 14 % від усіх кредитів були проблемними. Частка прострочених кредитів, в Україні в абсолютному вираженні зросла на 0,3 %, або на 0,263 млн грн, — до 77 591 млн грн, а від початку року — на 10,9 %, або на 7 656 млн грн. До 01.07.2010 року банки сформували резерви під проблемні кредити на суму понад 106 млрд грн².

¹За даними офіційного сайту НБУ // [Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>

²Там само.

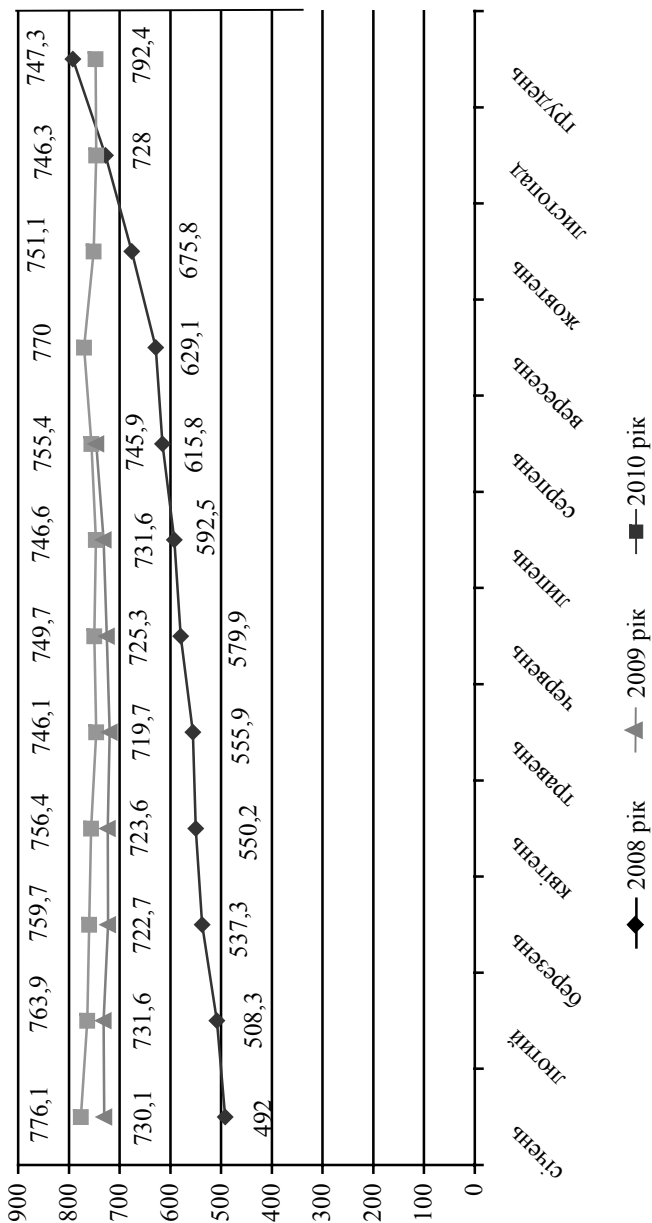


Рис. 3.14. Загальний обсяг наданих кредитів банками України суб'єктам господарювання, млрд грн

¹За аналітичними даними Асоціації українських банків // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.aub.com.ua>

Досліджуючи структуру виданих українськими банками кредитів на 01.07.2010 року в розрізі секторів економіки, зазначимо, що на сектор домашніх господарств припадає менше третини виданих кредитів (31,5 %), тоді як на нефінансові корпорації — майже дві третини (65,8 %). На сектор державного управління припадає близько 1,0 %, на решту фінансових корпорацій 1,7 % (рис. 3.15).



Рис. 3.15. Структура кредитування за секторами економіки станом на 01.07.2010 року¹

Найбільша частина залучених від банків коштів — 81,7 % — спрямована суб'єктами господарювання в обігову активи, тобто у поточну діяльність, тоді як частка коштів на придбання, реконструкцію та інші вкладення в необоротні активи менша п'ятої частини 18,3 %; таку структуру кредитування нефінансових корпорацій за цільовим спрямуванням наведено на (рис. 3.16).

Останнім часом пришвидшилися темпи зростання кредитування корпорацій переробної промисловості, транспорту, будівництва та підприємств з виробництва та розподілення електроенергії, газу та води. Призупинилося уповільнення темпів скорочення заборгованості за кредитами сільськогосподарських

¹ Складено автором за даними НБУ/[Електронний ресурс] Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>

корпорацій (на 8,6 % порівняно з 9,6 %) та корпорацій на операції з нерухомим майном, оренду, інжиніринг і надання послуг підприємцям (на 2,4 порівняно з 2,5 %). Натомість уповільнились темпи приросту кредитів, наданих у добувну промисловість (до 74,2 % порівняно із 84,0 % у серпні)¹.

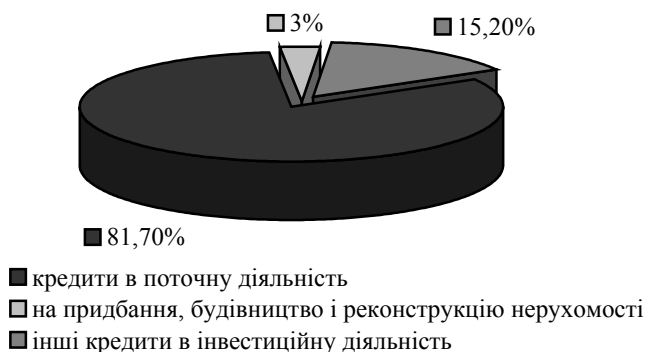


Рис. 3.16. Структура кредитів, наданих нефінансовим корпораціям, за цільовим спрямуванням на 01.07.2010 року²

За видами економічної діяльності більш жорстким кредитним умовам підлягали підприємства видобувної промисловості 46,4 %, транспорту і зв'язку 37,3 % та сільського господарства 36,2 %.

В Україні обсяг портфеля іпотечних кредитів станом на 1.01.2010 року становив 12,8 % від рівня ВВП³. Обсяг заборгованості за іпотечними кредитами на кінець I кварталу 2010 року становив 101,1 млрд грн (рис. 3.18).

Високий рівень валютизації іпотечного ринку продовжує залишатися невирішеною проблемою, але поступово знижується. Так, на кінець I кварталу 2010 року на кредити в іноземній валюті припадало 77 % іпотечної заборгованості, у національній — 23 % (рис. 3.19).

¹ Бюлетень НБУ № 11/2010 (212).

² Розроблено автором за даними НБУ // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>

³ За офіційними даними Державного комітету статистики // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>

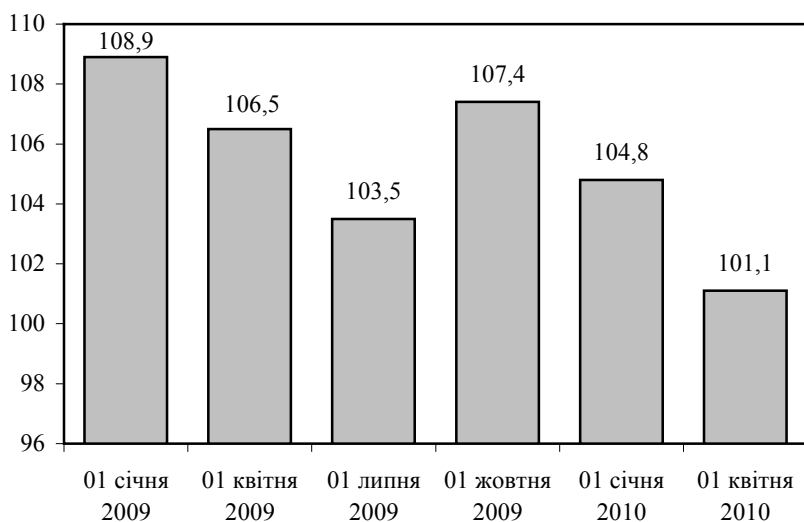


Рис. 3.18. Загальний обсяг заборгованості за іпотечними кредитами в Україні, млрд грн¹

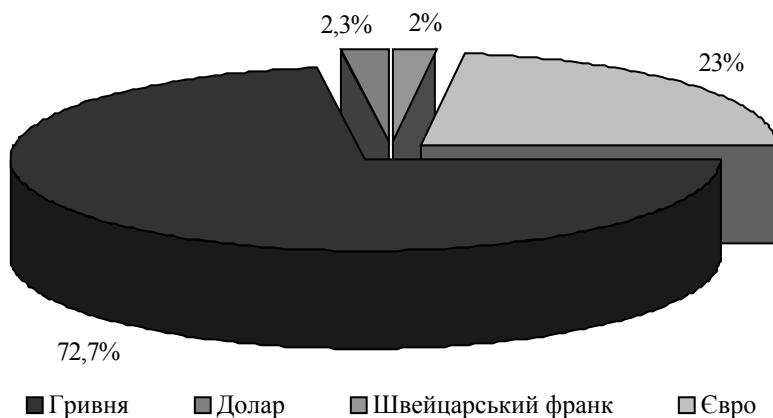


Рис. 3.19. Валютна структура іпотечних кредитів на 01.10.2010 року %¹

¹ Розроблено автором за даними УНІА // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.unia.com.ua>

Незважаючи на вплив Уряду на банківську сферу в рамках антикризової програми з фінансового забезпечення реального сектору економіки, істотного зниження відсоткових ставок за кредитами не сталося. Щорічні ставки кредитів іпотеки підприємств варіюють від 12 % до 16 % у валюті на термін від трьох до п'яти років. Термін іпотеки нерухомості — максимум 10—12 років, а найбільш поширений термін — 5 років. Позичальникові необхідно внести першочерговий внесок у розмірі 25—40 % від вартості нерухомості. При цьому у клієнта має бути прибутковий баланс і мінімум рік роботи на ринку.

Кредитування в гривні вигідніше, ніж у доларах, євро чи в швейцарських франках. Хоча зараз відсоткові ставки за кредитами в гривні вищі, існує ймовірність зрівняння гривневих ставок за такими кредитами зі ставками в іноземній валюті. Слід зазначити, що при отриманні позичальником доходів в українській гривні погашення кредитів у гривні дозволяє уникнути валютного ризику, пов'язаного з коливанням обмінного курсу, що, своєю чергою, підвищує вартість займу. Однак у разі можливої ревальвації гривні підвищується привабливість кредитів у доларах.

За регіональною структурою 67,3 % іпотечного капіталу зосереджено у 5 регіонах України (рис. 3.20).

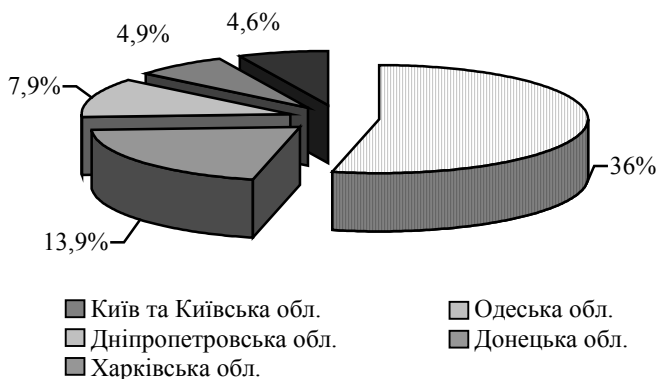


Рис. 3.20. Розподіл іпотечного капіталу за регіонами України, %²

¹ Розроблено автором за даними УНІА // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.unia.com.ua>

² За аналітичними даними УНІА // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.unia.com.ua>

Звісно, банки прагнуть мінімізувати кредитний ризик, і кредитування проводиться на короткостроковий, термін що не забезпечує повернення коштів за рахунок виручки від реалізації продукції. Оскільки іпотека підприємств тягне за собою серйозний фінансовий ризик для кредитора, йому надаються деякі додаткові права, визначені чинним законодавством, а саме: заставодавець майнового комплексу підприємства зобов'язаний на вимогу заставодержателя надати йому річний баланс.

У разі невиконання зобов'язання, забезпеченого іпотекою майнового комплексу підприємства, заставодержатель має право вжити передбачених угодою іпотеки заходів щодо оздоровлення фінансового становища підприємства, включно з призначенням своїх представників до керівних органів підприємства, обмеженням у праві розпоряджатися виробленою продукцією та іншим майном підприємства. Якщо вказані заходи не дали бажаних результатів, заставодержатель має право звернути стягнення на майно підприємства, яке перебуває в іпотеці.

Загалом включення у сферу іпотеки можливості іпотеки підприємства, безумовно, явище позитивне. При цьому встановлено, якщо інше не передбачено законом чи угодою, іпотека підприємства поширюється на все його майно, в тому числі на основні фонди та обігові засоби, а також інші цінності, які відображені в самостійному балансі підприємства.

Сприяння розвитку підприємств роздрібної торгівлі може слугувати також комерційна іпотека. Комерційна іпотека має суттєві переваги порівняно з орендою: гроші на придбання нерухомості не вилучаються з обігову компанії, що підвищує показники її прибутковості; придбана в кредит нерухомість постійно зростає в ціні і до моменту повного погашення кредитних виплат зростання ціни найімовірніше, повністю перекриє виплачені відсотки; придбану за комерційною іпотеці — нерухомість можна здавати в оренду для отримання прибутку, що дозволяє погашати кредит, платежі по комерційній іпотеці не просто йдуть у витрати організації, а капіталізуються у вигляді ліквідного активу. Таким чином, іпотечний кредит слугує для підприємства інструментом формування довгострокових пасивів.

Іпотека комерційної нерухомості вельми поширена у світі. Західний досвід показує, що за грамотної експлуатації комерційної нерухомості — здавання в оренду приміщень під офіси, магазини, підприємства сфери послуг її прибутковість цілком порівнянна з будь-якою іншою сферою споживання інвестування. Максимальна потреба у фінансовому важелі, частка позикового

капіталу — 70 %, частка власного капіталу — 30 % (активи — стосовно активів дохід — незначний термін окупності; стосовно обладнання: — високий ризик — низький дохід — невеликий термін окупності; стосовно нерухомості: — низький ризик — стабільний дохід — тривалий термін окупності). Український ринок комерційної нерухомості характеризується відносно стабільною динамікою товарообігу. Найперспективнішими є офісно-адміністративний та промислово-складський сегменти ринку. Ринок іпотеки комерційної нерухомості існує у промислових та економічних центрах України, особливо у Києві. Підвищення інтересу вкладень в офісну комерційну нерухомість пов'язане насамперед із тим, що в Києві щороку з'являються нові підприємці, які активно шукають приміщення для своїх представництв. Тенденції, що спостерігаються на ринку комерційної нерухомості в Києві, властиві й регіональним центрам, однак рівень попиту і пропозиції в них визначається рівнем доходів населення та фінансовими можливостями підприємств, які є потенційними покупцями або орендарями нерухомості. На жаль, говорити про серйозний потенціал ринку комерційної нерухомості у невеликих містах та сільській місцевості сьогодні не доводиться, оскільки загальна економічна ситуація поки що залишається несталою.

Хоча власні кошти підприємств і організацій складають основу інвестиційних ресурсів в Україну, між усіма джерелами простежується взаємозалежність і взаємодоповнюваність можливостей щодо їх використання за умов сучасних інтеграційних процесів.

3.6. Іноземні інвестиції: залучення та ефективність використання в Україні

Т. В. Майорова

За сучасних умов, що характеризуються глобалізаційними процесами та розвитком зовнішньоекономічних зв'язків, залучення іноземних інвестицій в економіку України набуває особливої актуальності. Обсяги інвестицій до вітчизняної економіки збільшуються із кожним роком, попри на збереження деяких несприятливих чинників для інвесторів. Тому створення привабливого інвестиційного клімату, стабілізація макроекономічної та політичної ситуації є головними завданнями на сучасному етапі розвитку нашої держави.

Світова практика переконує, що без широкого залучення іноземного капіталу неможливо здійснити структурну перебудову економіки, скоротити технічну та технологічну відсталість народного господарства, домогтися конкурентоспроможності вітчизняної продукції на світовому ринку. Крім того, продуктивне використання іноземних інвестицій є органічною частиною світового процесу руху капіталу й реалізується переважно за рахунок капіталів приватних інвесторів, зацікавлених в отримання вищого рівня прибутку на вкладені кошти.

Необхідність залучення іноземних інвестицій виникає за: обмеженості внутрішніх інвестиційних ресурсів; низької інвестиційної активності власних інвесторів; необхідності забезпечення разом з інвестиціями нової техніки та технології; бажання створити конкурентоспроможну економіку й освоїти світові ринки; потреби в модернізації соціальної інфраструктури суспільства¹.

Вкладення іноземного капіталу має позитивний вплив на економіку країн-реципієнтів. До позитивних наслідків залучення іноземного капіталу відносять:

✦ збільшення обсягу реальних капіталовкладень, прискорення темпів економічного розвитку та поліпшення стану платіжного балансу країни;

- надходження передових іноземних технологій, організаційного й управлінського досвіду, результатів науково-дослідницької діяльності, що втілюються в новій техніці, патентах, ліцензіях, ноу-хау тощо;

- використання місцевих заощаджень для реалізації прибуткових проектів;

- повніше використання місцевих природних ресурсів;

- підвищення рівня зайнятості, кваліфікації, продуктивності місцевої робочої сили;

- розширення асортименту продукції, що виробляється;

- розвиток імпортозамінного виробництва та скорочення валютних витрат на оплату імпорту;

- розширення експорту та надходження іноземної валюти;

- збільшення обсягів податкових надходжень, що дає змогу розширити державне фінансування соціальних та інших програм;

- підвищення рівня життя та купівельної спроможності населення;

¹ *Майорова Т. В.* Інвестиційна діяльність: Підручник.— К.: Центр навчальної літератури, 2009. — 472 с.

- використання вищих стандартів якості навколишнього середовища, розширення доступу до чистіших технологій, зниження загального рівня забруднення довкілля;
- розвиток інфраструктури та сфери послуг;
- підвищення довіри до країни, що дозволить залучити нових іноземних інвесторів;
- посилення конкуренції в національній економіці та зниження рівня її монополізації;
- оздоровлення соціально-культурного становища в країні, поширення міжнародних стандартів у виробництві та споживанні¹.

Відповідно до Закону України «Про режим іноземного інвестування», *іноземні інвестиції* — це цінності, що вкладаються іноземними інвесторами в об'єкти інвестиційної діяльності відповідно до законодавства України з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту².

Іноземні інвестиції класифікують за такими ознаками:

- *за суб'єктами інвестицій*: приватні, державні, інвестиції міжнародних організацій та змішані;
- *за видами інвестицій*: в іноземній валюті, у національній валюті, рухоме та нерухоме майно, цінні папери, грошові вимоги, об'єкти та/або права інтелектуальної власності, права на господарську діяльність, послуги;
- *за формами*: створення підприємства, яке повністю належить іноземному інвестору, часткова участь у підприємстві, придбання рухомого та нерухомого майна, концесії;
- *за величиною*: великі, середні, малі;
- *за терміном*: короткострокові, середньострокові, довгострокові, безстрокові;
- *за джерелом формування ресурсів*: первинні, реінвестиції;
- *за методом інвестування*: прямі, непрямі;
- *залежно від об'єктів інвестування*: реальні, фінансові, інтелектуальні та інноваційні;
- *за формами створення об'єктів*: самостійні, акціонерні та неакціонерні;
- *за призначенням*: для створення та розширення підприємств чи їх філій, які повністю належать іноземному інвесторові; придбання раніше створеного та діючого підприємства, надання довгострокових позик;

¹ Інвестиції: Учеб. пособие для студ. высш. учеб. заведений / И. Ю. Ткаченко, Н. И. Малых. — М.: Издательский центр «Академия», 2009. — С. 176—177.

² Про режим іноземного інвестування: Закон України від 19.03.1996 року 93/96-ВР / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://zakon1.rada.gov.ua>>.

• за сферами діяльності: соціальна сфера та реальний сектор економіки зарубіжних країн¹.

Також пропонується поділ інвестицій за об'єктами інвестування:

1) *інвестиції в матеріальні активи* (будівлі, споруди, машини, обладнання, транспортні засоби);

2) *інвестиції в нематеріальні активи* (майнові права, пов'язані з авторським правом, досвідом та іншими видами інтелектуальних цінностей; сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, навичок, необхідних для організації ноу-хау; права користування землею, водою, ресурсами тощо);

3) *інвестиції у фінансові інструменти* (цінні папери);

4) *інвестиції в людський капітал* (вкладення в процес підвищення кваліфікації, навчання персоналу, наукові розробки, тренінги тощо)².

Автори підручника «Міжнародна інвестиційна діяльність» залежно від виду та форми іноземних інвестицій виокремлюють лише основні напрями міжнародної інвестиційної діяльності (рис. 3.21).

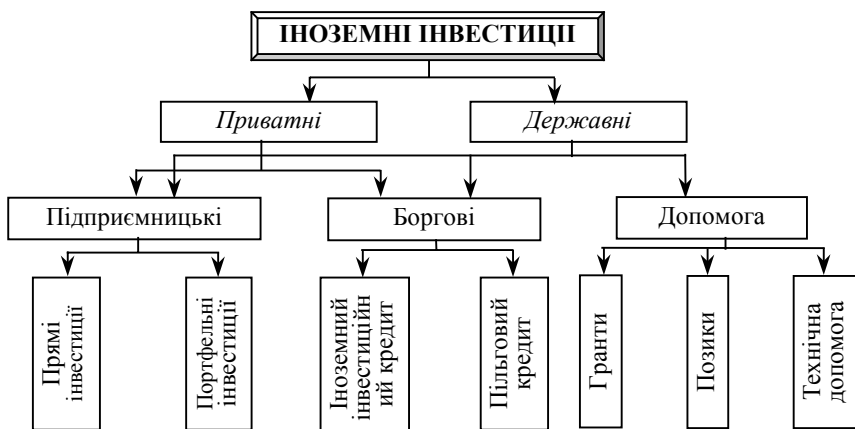


Рис. 3.21. Напрями міжнародної інвестиційної діяльності¹

¹ Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: Підручник.— К.: Центр навчальної літератури, 2009. — 472 с.

² Інвестиции: Учеб. пособие для студ. высш. учеб. заведений / И. Ю. Ткаченко, Н. И. Малых. — М.: Издательский центр «Академия», 2009. — С. 6—7.

Державні іноземні інвестиції — це позики та кредити, які одна країна, група країн або міжнародна економічна організація надають іншим державам. До них також відносять державну участь у капіталі змішаних підприємств, а також інвестиції державних підприємств.

До приватних іноземних інвестицій відносять вкладення приватних підприємств, банків, громадян однієї країни в економіку іншої².

Прямі іноземні інвестиції — це вкладення капіталу, що забезпечують контроль інвестора над об'єктом розміщення капіталу³. МВФ дає таке визначення *прямим іноземним інвестиціям* — це інвестиції, що здійснюються для участі у прибутках підприємства, що діє на іноземній території, причому метою інвестора є право безпосередньої участі в управлінні підприємством. В документах МВФ до прямих інвестицій відносять участь в капіталі, що становить не менш як 10 % статутного капіталу⁴.

До характерних форм прямих іноземних інвестицій належать:

- придбання неkontrolьних пакетів акцій у фірмах країн-реципієнтів через купівлю акцій на місцевому фондовому ринку;
- ліцензійні угоди з фірмами країн-реципієнтів стосовно передавання прав на виробництво певного продукту чи послуги або на використання запатентованого процесу, технології тощо;
- стратегічні альянси та спільні підприємства;
- придбання контрольних пакетів акцій у фірмах країн-реципієнтів;
- створення власних дочірніх підприємств у фірмах країн-реципієнтів.

Портфельні інвестиції — це вкладення в акції зарубіжних підприємств (без придбання контрольного пакета), облігації та інші цінні папери іноземних держав, міжнародних валютно-кредитних організацій з метою отримання підвищеного доходу за рахунок податкових пільг, зміни валютного курсу тощо. Такі інвестиції не дають реального контролю інвестора над об'єктом інвестування, тобто участь у статутному капіталі має бути нижчою за рівень, встановлений для прямих інвестицій (за стандартами МВФ — 10%).

Міжнародні портфельні інвестиції, на відміну від прямих, більш ліквідні, рухливі та чутливі до ситуації на фінансових рин-

¹ Міжнародна інвестиційна діяльність: Підручник / Лук'яненко Д. Г., Губський Б. В., Мозговий О. М. та ін.; За ред. Лук'яненка Д. Г. — К.: КНЕУ, 2003. — С. 15.

² Інвестиції: Учеб. пособие для студ. высш. учеб. заведений / И. Ю. Ткаченко, Н. И. Малых. — М.: Издательский центр «Академия», 2009. — С. 173.

³ Там само. — С. 167.

⁴ Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: Підручник. — К.: Центр навчальної літератури, 2009. — 472 с.

ках. Портфельному інвесторові все одно, в яку сферу чи компанію вкладати, бо критеріями інвестування є лише рівень доходів та перспективи зниження ризику. У разі погіршення ситуації на ринках та зростання ризику портфельний інвестор може вилучити свої інвестиції набагато швидше, ніж прямий інвестор. Міжнародний ринок портфельних інвестицій значно менший, ніж сукупний внутрішній ринок таких інвестицій. Інституціональні та індивідуальні інвестори досі віддають перевагу національним цінним паперам. Але слід зазначити, що в більшості промислово розвинених країн спостерігається тенденція хоч і повільного, але поступового зростання операцій з іноземними цінними паперами.

Важливою передумовою входження України до світового господарського простору має стати участь у міжнародному русі фінансових капіталів, зокрема через залучення іноземних кредитів. Потреба в них не викликає сумніву, оскільки залучення позикового капіталу у формі іноземних інвестиційних кредитів в економіку України має важливе значення для виходу вітчизняного господарства із кризового стану.

Іноземний інвестиційний кредит — це економічні відносини між державами, іноземними банками та фірмами з приводу фінансування інвестиційної діяльності на засадах повернення у певні терміни та, як правило, з виплатою відсотку. Інструментами залучення є розміщення облігацій, єврооблігацій, комерційний кредит (у т. ч. франчайзинг), міжнародний лізинг.

На міжнародному позиковому ринку іноземний інвестиційний кредит відіграє подвійну роль: позитивну та негативну.

Позитивна роль полягає в прискоренні розвитку виробничих сил шляхом забезпечення безперервності процесу відтворення та його розширення. Він сприяє інтернаціоналізації виробництва та обміну, утворенню та розвитку світового ринку, поглиблює міжнародний поділ праці. Крім того, він забезпечує сприятливі умови для іноземних приватних інвестицій, бо пов'язується з умовами про надання пільг інвесторам країни-кредитора; застосовується для утворення інфраструктури, необхідної для функціонування підприємств, у тому числі іноземних та спільних; сприяє зміцненню позицій національних підприємств та банків, які мають стосунок до міжнародного капіталу.

Негативна роль іноземного інвестиційного кредиту в розвитку ринкової економіки полягає в загостренні її суперечності. Іноземний інвестиційний кредит — це знаряддя конкурентної боротьби країн за ринки збуту, сфери застосування капіталу, джерела сировини та переваги в основних сферах науково-технічного

прогресу. Незважаючи на це, залучення іноземних інвестиційних кредитів в українську економіку має сьогодні стратегічний та тактичний інтерес з боку як України, так і іноземних кредиторів.

До основних джерел залучення Україною іноземних боргових коштів належать: кредити іноземних держав та їх угруповань, наприклад Європейського Союзу (ЄС); кредити міжнародних фінансово-кредитних організацій; кредити держав-постачальниць сировинних ресурсів; розміщення державних та корпоративних боргових цінних паперів на зовнішніх ринках, а також на внутрішньому ринку при купівлі їх нерезидентами; міжнародний лізинг, фанчайзинг тощо.

Важливою складовою міжнародної інвестиційної діяльності є *державна іноземна допомога*. Вона за призначенням не має комерційного характеру і надається тільки на пільгових умовах. Структурно її формують гранти, пільгові позики та технічна і інформаційно-консультативна допомога, що мають як дво-, так і багатосторонню основу¹.

Аналізуючи передумови залучення іноземних інвестицій в економіку України, слід зазначити, що наша держава має чималий потенціал, що приваблює іноземних інвесторів з усього світу. Насамперед це вигідне геополітичне розташування, індустриальний та аграрний потенціал, високий рівень освіченості населення.

На сьогодні в Україні вже створено сприятливе правове поле для здійснення інвестиційної діяльності. Зокрема, ця сфера регулюється Законами України «Про інвестиційну діяльність», «Про режим іноземного інвестування», «Про усунення дискримінації в оподаткуванні суб'єктів підприємницької діяльності, створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження»; Постановами Кабінету Міністрів України «Про затвердження Положення про порядок державної реєстрації іноземних інвестицій» і «Про затвердження Положення про порядок державної реєстрації договорів (контрактів) про спільну інвестиційну діяльність за участю іноземного інвестора»; Постановою Правління НБУ «Про затвердження Положення про порядок іноземного інвестування в Україну»; угодами між Урядом України та урядами інших держав про сприяння та взаємний захист інвестицій тощо, якими передбачена:

- *державна гарантія захисту інвестицій* незалежно від форм власності;
- *відшкодування збитків*, включно з упущеною вигодою та моральною шкодою, завданих їм унаслідок дій, бездіяльності або

¹ Так само.

неналежного виконання державними органами України чи посадовими особами передбачених законодавством обов'язків щодо іноземного інвестора;

- *повернення інвестиції* іноземному інвестору в натуральній формі, або у валюті інвестування без сплати мита, а також доходів з цих інвестицій у грошовій чи товарній формі в разі припинення інвестиційної діяльності;

- *застосування національного режиму валютного регулювання та справляння податків* на території України до суб'єктів підприємницької діяльності або інших юридичних осіб, створених за участі іноземних інвестицій, незалежно від форм та часу їх внесення¹.

Слід зазначити, що не менш важливим чинником поліпшення інвестиційного клімату України стала низка кроків на шляху інтеграції до світового економічного простору, а саме:

- початок дії Угоди про партнерство та співпрацю з ЄС (01.03.1998 р.);

- надання Україні статусу країни з ринковою економікою з боку ЄС та США;

- підписання міждержавних угод щодо сприяння та взаємного захисту інвестицій із 70 країнами світу;

- укладання 60 міжнародних договорів про уникнення подвійного оподаткування майже зі всіма країнами СНД, Європи, багатьма країнами Азії, Північної та Південної Америки, а також кількома країнами Африки;

- набуття Україною статусу члена СОТ (16.05.2008 р.), що дає позитивний сигнал для активізації співпраці України з іноземними інвесторами².

Але попри велику кількість позитивних моментів останнім часом в інвестиційній діяльності переважають негативні тенденції.

За останні роки в економіці України спостерігаються глибока структурна деформація і значне відставання від економіки розвинених країн світу за продуктивністю виробництва та рівнем добробуту населення. Більшість підприємств залишаються технологічно відсталими, енергоємними, мають слабку диверсифікацію продуктів і ринків.

За даними Держкомстату, до 2008 року обсяг інвестицій в основний капітал щороку збільшувався. У 2008 році намітилася тен-

¹ Там само.

² Інвестиційний клімат України. — Офіційний сайт Міністерства закордонних справ України. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: < <http://www.mfa.gov.ua> >.

денція до зменшення обсягу зазначених інвестицій, зокрема за підсумками року їх обсяг становив 97,4 % обсягу за попередній період. У кризовому 2009 році обсяг інвестицій в основний капітал становив лише 58,5 % обсягу за попередній рік.

Динаміка обсягу залучення прямих іноземних інвестицій також не є сталою. Від 2007 року в Україні спостерігається зниження темпів зростання прямих іноземних інвестицій, що призвело до погіршення міжнародної інвестиційної позиції України. Так, за даними Національного банку, вартість зовнішніх фінансових пасивів України на початок 2008 року перевищувала вартість активів на 26,7 млрд доларів США, а на початку 2010 року зазначений показник становив 39,8 млрд доларів США.

За підрахунками Європейського банку реконструкції та розвитку, кумулятивний показник обсягу прямих іноземних інвестицій в Україні на початок 2010 року становив 1000 доларів США на душу населення, тоді як у Чехії — 7418 доларів США, Болгарії — 6226, Казахстані — 3706, Польщі — 3155, Румунії — 2350 доларів США¹.

За даними Держкомстату, у 2010 році в економіку України іноземними інвесторами вкладено 5986,0 млн дол США прямих інвестицій. З країн ЄС надійшло 4605,8 млн дол США (76,9 % загального обсягу), з країн СНД — 849,2 млн дол США (14,2 %), з інших країн світу — 531,0 млн дол США (8,9%). Утім, водночас капітал нерезидентів зменшився на 809,7 млн дол США.

Приріст сукупного обсягу іноземного капіталу в економіці країни, з урахуванням його переоцінки, утрат, курсової різниці тощо, за 2010 рік становив 4655,0 млн дол США. Загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, унесених в Україну, станом на 1 січня 2011 року становив 44708,0 млн дол США, що лише на 11,6 % більше обсягів інвестицій на початок 2010 року (рис. 3.22).

Інвестиції надійшли зі 125 країн світу. До десятки основних країн-інвесторів, на які припадає майже 82 % загального обсягу прямих інвестицій, входять: Кіпр — 9914,6 млн дол США, Німеччина — 7076,9 млн дол США, Нідерланди — 4707,8 млн дол США, Російська Федерація — 3402,8 млн дол США, Австрія — 2658,2 млн дол США, Франція — 2367,1 млн дол США, Велика Британія — 2298,8 млн дол США, Швеція — 1729,9 млн дол США, Віргінські

¹ Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011 — 2015 роки: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 29 вересня 2010 р. № 1900-р / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://zakon1.rada.gov.ua>>.

Острови, Британські — 1460,8 млн дол США, Сполучені Штати Америки — 1192,4 млн дол США (рис. 3.23).

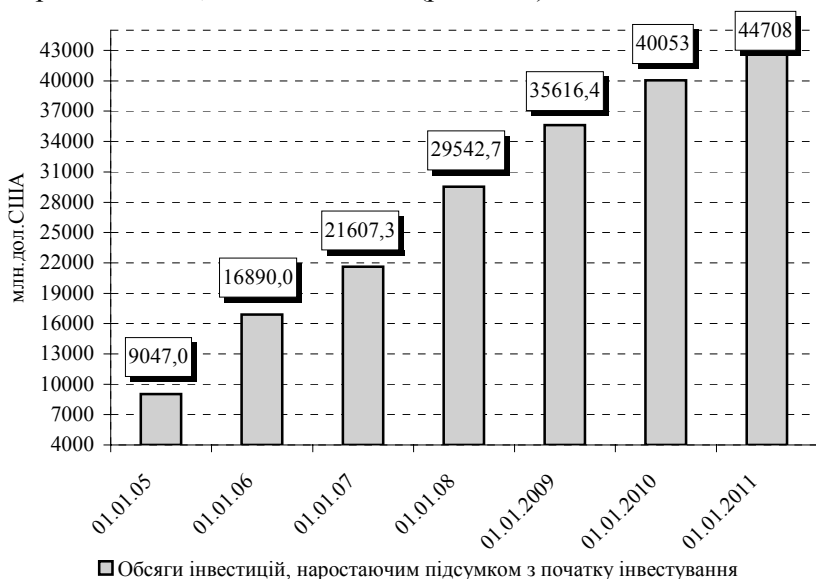


Рис. 3.22. Прямі іноземні інвестиції в Україну *

* Складено за джерелом¹.

Галузева структура прямих іноземних інвестицій також не є оптимальною (табл. 3.19). За даними Держкомстату, на 1 січня 2011 року обсяг прямих іноземних інвестицій (нарастаючим підсумком від початку інвестування) у промисловість становив лише 31,4 % обсягу всіх вкладень іноземних інвесторів (14042,6 млн дол США), що майже дорівнює обсягу вкладень у фінансовий сектор (15059,5 млн дол США, або 33,7 %). Друге місце за обсягом вкладень розділили діяльність з торгівлі, ремонту автомобілів, побутових виробів, предметів особистого вжитку (4764,5 млн дол США, або 10,7 %) і операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям (4754,1 млн дол США, або 10,6 %). Третю позицію посідає будівництво із часткою вкладень 5,2 % (2339,2 млн дол США). У діяльність з транспорту та зв'язку інвестовано 1711,2 млн. дол. США, що становить 3,8 % загального обсягу прямих іноземних інвестицій.

¹ Інвестиції зовнішньоекономічної діяльності у 2010 році / Експрес-випуск Державного комітету статистики України № 35 від 17.02.2011 р. — [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>.

Сільське господарство інвестується незначною мірою — 833,7 млн дол США (1,9 %).

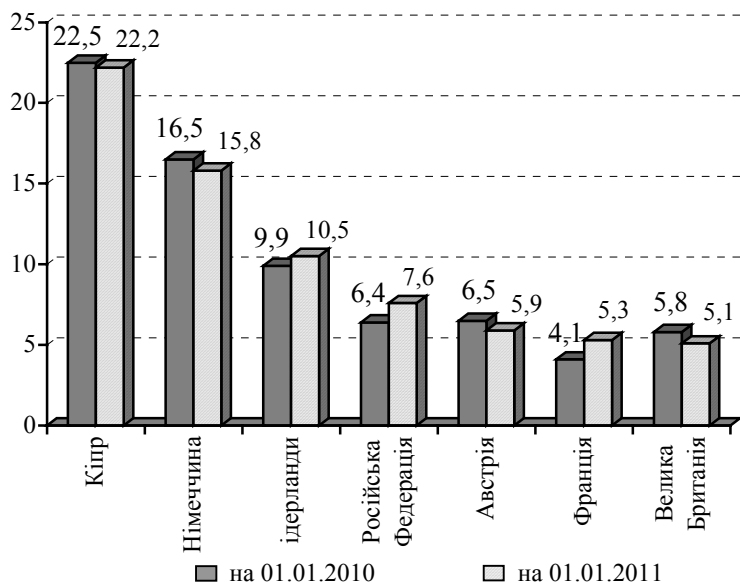


Рис. 3.23. Розподіл прямих інвестицій в Україну за основними країнами-інвесторами (у % до загального обсягу)*

* Складено за джерелом¹.

Таблиця 3. 19

ПРЯМІ ІНВЕСТИЦІЇ В УКРАЇНУ ЗА ВИДАМИ ЕКОНОМІЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ²

Види економічної діяльності	Обсяги інвестицій на			
	01.01.2010		01.01.2011	
	млн дол США	у % до загального підсумку	млн дол США	у % до загального підсумку
Усього	40053,0	100,0	44708,0	100,0
Сільське господарство, мисливство, лісове господарство	793,0	2,0	833,7	1,9
Рибальство, рибництво	5,6	0,0	12,9	0,0

¹ Там само.

² Там само.

Продовження табл. 3. 19

Види економічної діяльності	Обсяги інвестицій на			
	01.01.2010		01.01.2011	
	млн дол США	у % до загального підсумку	млн дол США	у % до загального підсумку
Промисловість	13 276,4	33,1	14 042,6	31,4
• вибувна	1050,1	2,6	1207,7	2,7
• переробна	11 916,5	29,7	12 488,1	27,9
• виробництво харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів	1828,4	4,6	1858,7	4,2
• легка промисловість	140,9	0,4	139,3	0,3
• оброблення деревини та виробництво виробів з деревини, крім меблів	270,1	0,7	281,3	0,6
• целюлозно-паперове виробництво; видавнича діяльність	245,4	0,6	241,1	0,5
• виробництво коксу, продуктів нафтопереробка	449,1	1,1	452,9	1,0
• хімічна та нафтохімічна промисловість	1224,3	3,0	1339,6	3,0
• виробництво іншої неметалевої мінеральної продукції	795,4	2,0	806,8	1,8
• металургійне виробництво та виробництво готових металевих виробів	5557,1	13,9	5940,4	13,3
• машинобудування	1145,0	2,8	1171,4	2,6
• інші галузі промисловості	260,8	0,6	256,6	0,6
• виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	309,8	0,8	346,8	0,8
Будівництво	2206,0	5,5	2339,2	5,2
Торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	4316,6	10,8	4764,5	10,7
Діяльність готелів та ресторанів	444,8	1,1	458,3	1,0

Закінчення табл. 3. 19

Види економічної діяльності	Обсяги інвестицій на			
	01.01.2010		01.01.2011	
	млн дол США	у % до загального підсумку	млн дол США	у % до загального підсумку
Діяльність транспорту та зв'язку	1626,5	4,1	1711,2	3,8
Фінансова діяльність	12 431,0	31,0	15 059,5	33,7
Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	4268,5	10,7	4754,1	10,6
Державне управління	0,5	0,0	0,5	0,0
Освіта	14,1	0,0	16,8	0,1
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	121,0	0,3	131,2	0,3
Надання комунальних та індивідуальних послуг; діяльність у сфері культури та спорту	549,0	1,4	583,5	1,3

Регіональний розподіл іноземних інвестицій виглядає так (табл. 3.20). Половина інвестицій припадає на Київ. На 1 січня 2011 року обсяг вкладень до столиці України наростаючим підсумком від початку інвестування досяг 21859,2 млн дол США, або 48,9 %. Друге місце за обсягом залучених іноземних інвестицій посідає Дніпропетровська область (7486,7 млн дол США, або 16,7 %). Харківська область залучила 6,1 % вкладень іноземних інвесторів (2705,4 млн дол США). Частки інвестицій, внесених у Донецьку та Київську області, відповідно становлять 4,6 % та 3,6 % (2061,5 млн дол США та 1603,0 млн дол США відповідно).

Несприятливий бізнес-клімат є одним із основних чинників, що негативно впливають на обсяг надходження інвестицій. За результатами рейтингового оцінювання, проведеного Всесвітнім банком, Україна посідає 142 позицію з-поміж 183 країн світу. У зв'язку з фінансово-економічною кризою істотно зменшилися внутрішні джерела надходження інвестицій, а міжнародні фінансові ресурси стали практично недоступними. Через несприятливий інвестиційний імідж країна менш приваблива для міжнародного капіталу в посткризовий період.

Таблиця 3. 20

ПРЯМІ ІНОЗЕМНІ ІНВЕСТИЦІЇ В РЕГІОНИ УКРАЇНИ, МЛН ДОЛ. США¹

Регіони України	Обсяги інвестицій на			
	01.01.2010		01.01.2011	
	Усього	у % до загального підсумку	Усього	у % до загального підсумку
Україна	40 053,0	100,0	44 708,0	100,0
Автономна Республіка Крим	718,4	1,8	815,6	1,8
Вінницька	184,6	0,5	212,5	0,5
Волинська	332,4	0,8	344,1	0,8
Дніпропетровська	7054,1	17,6	7486,7	16,7
Донецька	1636,8	4,1	2061,5	4,6
Житомирська	238,1	0,6	246,8	0,6
Закарпатська	363,7	0,9	362,6	0,8
Запорізька	916,1	2,3	939,9	2,1
Івано-Франківська	635,1	1,6	542,6	1,2
Київська	1525,5	3,8	1603,0	3,6
Кіровоградська	82,6	0,2	65,5	0,1
Луганська	637,1	1,6	630,8	1,4
Львівська	1198,6	3,0	1273,8	2,9
Миколаївська	162,7	0,4	181,2	0,4
Одеська	1042,0	2,6	1124,9	2,5
Полтавська	450,9	1,1	531,5	1,2
Рівненська	307,6	0,8	304,4	0,7
Сумська	243,5	0,6	357,6	0,8
Тернопільська	66,5	0,2	65,1	0,1
Харківська	2082,7	5,2	2705,4	6,1
Херсонська	197,4	0,5	202,8	0,5
Хмельницька	219,6	0,5	183,5	0,4
Черкаська	222,5	0,6	287,0	0,6
Чернівецька	61,8	0,1	62,3	0,1
Чернігівська	88,8	0,2	94,9	0,2
м.Київ	19 225,1	48,0	21 859,2	48,9
м.Севастополь	158,8	0,4	162,8	0,4

¹ Там само.

Основними причинами виникнення проблеми низької інвестиційної активності є:

- несприятливі умови для інвестування, зокрема недосконале законодавство з питань захисту права власності, адміністрування податків, отримання у власність земельних ділянок, провадження підприємницької діяльності та здійснення контролю за нею;
- недостатній рівень державної підтримки інвестиційної діяльності, неналежним чином розвинута система підготовки інвестиційних програм і проектів для надання державних інвестицій;
- нерозвиненість інвестиційного ринку та інфраструктури;
- відсутність дієвих механізмів державно-приватного партнерства в інвестуванні.

На низьку інвестиційну активність у 2008—2009 роках суттєво вплинула світова фінансово-економічна криза. Високий інфляційний тиск та низька конкурентоспроможність економіки призвели до зниження інвестиційної привабливості країни.

Темпи розвитку економіки України безпосередньо залежать від обсягу іноземних інвестицій для реалізації інвестиційних проектів розвитку вітчизняного високотехнологічного виробництва і зростання частки високотехнологічного експорту. Для цього необхідні формування та реалізація ефективної інвестиційної політики, спрямованої на підтримку науково-технічної та інноваційно-технологічної діяльності для прискорення капіталізації суб'єктів економічної діяльності та модернізації виробництва без негативних макроекономічних наслідків.

29 вересня 2010 року Кабінет Міністрів України затвердив Розпорядження «Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011—2015 роки» (далі — Концепція), метою якої є створення умов для активізації інвестиційної діяльності, спрямованої на модернізацію реального сектору економіки та забезпечення сталого економічного розвитку. Одним зі шляхів активізації інвестиційної діяльності, зокрема забезпечення постійного приросту прямих іноземних інвестицій, зазначених у Концепції, є створення умов для залучення інвестицій на міжнародних ринках капіталу, а саме: консолідація фондових бірж, забезпечення захисту прав споживачів інвестиційних послуг, створення центрального депозитарію цінних паперів, системи клірингу та розрахунків, які забезпечують мінімізацію ризиків під час виконання угод із цінними паперами¹.

¹ Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011—2015 роки: Розпорядження Кабінету Міністрів України

Визначення пріоритетних сфер для іноземного інвестування має принципове значення для становлення національної економіки України як збалансованої системи галузевих та територіальних взаємовідносин. Пріоритетними сферами для іноземного інвестора в Україні вважаються: металургійний комплекс, машинобудування, паливно-енергетичний комплекс, хімічна та нафтохімічна промисловість, агропромисловий комплекс, транспорт, зв'язок, легка та медична промисловість.

З іншого боку, виходячи з інтересів національної безпеки та враховуючи стан і перспективи розвитку сфер та галузей, важливих для життєзабезпечення країни, виокремлено галузі, які будуть закриті для іноземного капіталу, та галузі, де участь іноземного капіталу так чи інакше обмежуватиметься: безпосередня експлуатація природних ресурсів, стратегічні об'єкти виробничої інфраструктури, телекомунікації, супутниковий зв'язок, банківська та страхова сфери. Типовими інструментами обмеження іноземної інвестиційної діяльності є обмеження на частку іноземного інвестора у спільних підприємствах; ліцензії та дозволи; високі ставки податків; обмеження на репатріацію прибутків тощо.

Поліпшенню інвестиційного клімату в Україні сприятиме використання нових форм залучення іноземного капіталу, зокрема франчайзинг, первинне публічне розміщення акцій вітчизняних компаній на місцевих та закордонних фондових біржах (ІРО), розвиток системи індустріальних парків, тощо.

Отже, іноземні інвестиції є одним із головних чинників економічного зростання, додатковим джерелом капітальних вкладень у національне виробництво товарів та послуг, ноу-хау, новітніх методів управління, що змінюють структуру, динаміку розвитку економіки країни — реципієнта капіталу.

Таким чином, стабільна політична та макроекономічна ситуація в Україні, відкритість вітчизняної економіки, наявність адекватної інфраструктури та комунікацій, формування ефективного правового та інституціонального середовища є основою інвестиційної привабливості та передумовою для активного залучення іноземних інвестицій у вітчизняну економіку.

АКТИВІЗАЦІЯ НАПРЯМІВ ДІЯЛЬНОСТІ СУБ'ЄКТІВ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ

4.1. Заощадження населення як чинник активізації інвестиційного процесу

С. В. Красножон

Проблематика заощаджувального й інвестиційного процесу є однією із найгостріших проблем сучасної економічної теорії та практики. Здебільшого дискусії стосуються не сутності та необхідності заощаджень, а їхньої ефективності, насамперед у контексті впливу на науково-технічний прогрес суспільства. Аналізуючи це питання, зауважимо, що в науковому світі точаться тривалі суперечки з приводу ролі заощаджень та пов'язаних з ними інвестицій в економічному зростанні.

На макрорівні суть інвестиційного процесу полягає в тому, що заощадження населення, та юридичних осіб, а також частина прибутків держави перетворюються на виробниче устаткування, будівлі, споруди, технології, матеріали й енергію, внаслідок чого відбувається розширення виробництва в масштабах суспільства; зростання виробництва збільшує можливості для заощаджень, які є потенційними інвестиціями; заощадження, перетворюючись на інвестиції, ведуть до розширення виробництва. Як економічна категорія інвестиційний процес відображає відносини, що виникають між його учасниками з приводу формування і використання інвестиційних ресурсів з метою розширення та вдосконалення виробництва. Найважливішим чинником, який визначає рівень інвестицій у масштабах суспільства, є співвідношення між споживанням і заощадженням.

Зазначимо, що з точки зору сутності процесів перетворення заощаджень на інвестиції суттєвої різниці між різними економічними суб'єктами не існує — кошти фізичних осіб, держави, різноманітних господарських одиниць вивільняються з процесів виробництва і споживання, акумулюються, а потім інвестуються на

фінансовому ринку або в інші об'єкти інвестицій нефондового характеру. Проте абсолютна більшість дослідників наголошує особливу роль саме індивідуальних учасників (у різних варіаціях — домогосподарств, населення тощо). Вона полягає в такому:

- виняткова роль фізичних осіб у процесі розподілу та перерозподілу валового внутрішнього продукту та національного доходу;
- фізичні особи як суб'єкт у системі відносин власності ринкової економіки.

У фінансовій науці, роль фізичних осіб у процесах розподілу та перерозподілу вартості ВВП і національного доходу визначається функціями фінансів. Не вдаючись до детального розгляду питання щодо функцій та їхнього змісту, яке має дискусійний характер, зазначимо, що найпоширенішим є підхід, що визнає за фінансами в суспільстві дві головні функції — розподільну та контрольну¹. Інколи в економічній літературі навіть спеціально виокремлюють роль фінансів в економічному розвитку суспільства шляхом визначення функції стимулювання прогресу, яка полягає в підвищенні ефективності факторів виробництва та праці.

Якщо виходити з існування первинного розподілу та перерозподілу ВВП, можна виокремити такі особливості участі фізичних осіб у цих процесах:

1. Формування первинних доходів фізичних осіб, що беруть участь у створенні вартості валового внутрішнього продукту — заробітної плати у найманих осіб та прибутку у фізичних осіб-суб'єктів підприємницької діяльності.
2. Отримання доходів під час перерозподілу з централізованих фондів фінансових ресурсів.

Однак, вказаний поділ є дискусійним — в окремих випадках науковці, досліджуючи це питання, обмежуються лише доходами, сформованими під час первинного розподілу.

Зокрема, як зазначає група вітчизняних науковців, доходи населення є визначальною складовою розподілу національного доходу. Попит на працю як основне джерело доходів населення та пропозиція праці впливають на величину доходів у вигляді заробітної плати. Доходи населення чи господарств формуються за рахунок надання послуг робочою силою, індивідуальної трудової діяльності, власності, соціальних трансфертних платежів тощо.

¹ Романенко О. Р. Фінанси: Підручник.— К.: Центр навчальної літератури, 2003. — С. 14—18.

Під час розгляду цієї проблематики необхідно окремо спинитися на ролі фізичних осіб у системі власності сучасної економіки. Домогосподарство, точніше, його члени-фізичні особи, є власниками факторів виробництва, відповідно, вони шляхом використання чи пропонування їх на ринку отримують доходи у вигляді заробітної плати, відсотка, частини прибутку тощо, які спрямовують на споживання чи заощадження.

Можна виокремити певні особливості щодо зв'язку між структурою ВВП та доходами індивідуальних інвесторів:

- володіння фізичними особами економічними ресурсами та факторами виробництва є визначальною передумовою для формування у цього сектору доходів, а з ними і заощаджень;

- частина фондів фінансових ресурсів, які під час первинного розподілу валового внутрішнього продукту формуються на централізованому рівні — державний бюджет, фонди соціального страхування, фонди підприємницьких структур — у підсумку перерозподіляються на користь конкретних індивідуумів. Наприклад, фонди сформовані на рівні корпоративних структур, навіть якщо вони розподіляються на користь юридичних осіб, можуть у подальшому бути розподілені у вигляді дивідендів фізичним особам — членам домогосподарства, які володіють відповідними пайовими інструментами. Тому, на нашу думку, такі структурні частини ВВП, як амортизація та прибуток теж опосередковано визначають розмір доходів фізичних осіб;

- частина доходів безпосередньо не пов'язана з володінням факторами виробництва, а виходить із соціальної функції держави, оскільки передбачає виплату різноманітних трансфертів у вигляді пенсій, стипендій, дотацій тощо.

Отже, домінування фізичних осіб у процесі формування заощаджень — явище об'єктивне, першоосновою для якого є їхня виняткова роль у відносинах власності на фактори виробництва та економічні ресурси, і, відповідно, розподілі валового внутрішнього продукту. З цього виходить і виняткова роль індивідуальних учасників на фінансовому ринку. Об'єктивний характер цього явища та домінування приватної власності в ринковій економіці зумовлює необхідність детального аналізу питання щодо фінансово-інвестиційної політики індивідуальних інвесторів, які належать до основної групи за характером участі в інвестиційних процесах на фінансовому ринку.

Як і будь-яка діяльність, індивідуальні інвестиції передбачають встановлення мети. На нашу думку, першоосновою для визначення цілей інвестиційної діяльності індивідуального учасни-

ка фінансового ринку є мотиви створення заощаджень і пов'язані з цим підходи до змісту, економічної та правової природи категорії «заощадження». Зауважимо: якщо в питанні сутності заощаджень сучасна наука досягла певного компромісу, то щодо мотивів їх утворення існують окремі розбіжності. В контексті нашого дослідження доцільно сконцентруватися на теоретичних аспектах питання про класифікацію заощаджень та можливості використання їх різних груп для інвестицій в інструменти фінансового ринку.

Проблематика змісту заощаджень перебуває в центрі уваги науковців уже кілька століть поспіль: починаючи з праць основоположників політичної економії А. Сміта та Д. Рікардо до сучасних теорій. Основою для виявлення змісту поняття «заощадження» стала думка А. Сміта про неспоживання частини своїх доходів окремими категоріями громадян (для робітників це заробітна плата; для землевласників — рента; для підприємців — прибуток), та положення, що заощадження не обмежують платоспроможний попит, оскільки через інвестиції вони знову надходять до сфери споживання¹. Д. Рікардо критичніше ставився до необхідності заощаджень, оскільки, на його думку, капітал конкретної особи не може збільшитися просто від «неспоживання»². Дж. Кейнс зазначав, що домогосподарства приймають рішення щодо заощаджень, виходячи з максимізації корисності, відповідно, споживання зі збільшенням доходів певний час залишається на стабільному рівні, що веде до збільшення заощаджень³.

Підхід А. Сміта до тлумачення поняття «заощадження» зберігся до нашого часу. Зокрема, П. Самуельсон та В. Нордгауз зазначають, що «заощадження — різниця між використовуваним індивідом доходом і його видатками на споживання»⁴. Проте в окремих випадках автори, наприклад Дж. Доланд та Д. Ліндсей, окрім безпосереднього витрачання доходів на споживання товарів та послуг, вважають за доцільне виокремлювати грошові потоки, пов'язані зі сплатою податків⁵.

¹ *Смит А.* Исследование о природе и причинах богатства народов. — М.: Соцэкгиз, 1962. — 684 с.

² *Рикардо Д.* Сочинения: В 3-х томах / Пер. с англ. — М.: Госполитиздат, 1955. — Т. 1: Начало политической экономики и налогового обложения. — 539 с.

³ *Кейнс Д. М.* Общая теория занятости, процента и денег. — М.: Прогресс, 1978. — 494 с.

⁴ *Самуельсон П. А., Нордгауз В. Д.* Мікроекономіка / Пер. з англ. — К.: Основи, 1998. — С. 622.

⁵ *Доланд Э. Дж., Кемпбелл К. Д., Кемпбелл Р. Дж.* Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Пер. с англ. — М; Л.: Профико, 1991. — С. 400.

Російська економічна школа майже аналогічно підходить до визначення категорії «заощадження». Так, Ю. М. Белугін визначає заощадження як тимчасово невикористану на поточні потреби частину особистого доходу, яка вкладається громадянами в кредитні установи або залишається на руках у населення і накопичується¹. Своєю чергою, Г. Ф. Еремєєва та Г. С. Ткаченко зазначають, що грошові заощадження є індивідуальним накопиченням грошових сум, які є частиною трудових доходів².

Таким чином, у будь-якому випадку сучасні визначення дефініції заощадження виходять з доходу, що його отримують домогосподарства або індивідууми і в подальшому не використовують для споживання, виплати податків тощо. Саме ця теоретична позиція приймається нами як базова для характеристики дефініції «заощадження» та класифікації за різними класифікаційними ознаками. В тих чи інших варіаціях цей підхід домінує у працях більшості сучасних вітчизняних авторів — В. І. Огієнка³, О. С. Любуна⁴, В. С. Марцина⁵, М. І. Небави⁶.

Як і в питанні змісту заощаджень, сучасна економічна наука містить досить розгалужену систему їхніх класифікаційних ознак, але, виходячи з напрямку нашого дослідження, найсуттєвішим є поділ заощаджень за таким ознаками:

- за мотивами створення;
- за спонукальними причинами;
- за механізмом використання.

З нашої точки зору, наявні підходи щодо класифікації заощаджень потребують уточнення і повинні враховувати, те що в будь-якому разі, кінцевою метою здійснення їх є відмова від поточного споживання на користь збільшення споживання в майбутньому, незалежно від природи формування та напрямів використання. Оскільки однією з основних характеристик фінансових інструментів є здатність приносити доходи (економічні вигоди) своєму власникові в майбутньому, то фактично можна говорити

¹ Белугин Ю. М. Сбережения и безналичные расчеты вкладчиков сберегательного банк СССР. — М.: Финансы и статистика, 1988. — С. 4.

² Еремеева Г. Ф., Ткаченко Г. С. Основы сберегательного дела. — М.: Финансы, 1976. — С. 3.

³ Огієнко В. І. Система гарантування депозитів фізичних осіб в Україні: Монографія / За ред. Т. С. Смовженка. — Л.: ЛБІ НБУ, 2006. — С. 178.

⁴ Любунь О. С. Банки як стратегічні інвестори промисловості: Монографія. — К.: Університет економіки і права «Крок», 2004. — С. 29—33.

⁵ Марцин В. С. Економічне регулювання ефективності господарської діяльності: Монографія. — Львів: ЛБІ НБУ, 2005. — С. 69—71.

⁶ Небава М. І. Теорія макроекономіки: Навчальний посібник. — К.: Видавничий дім «Слово», 2003. — С. 158—161.

про здатність індивідуального інвестора використати будь-які власні заощадження для здійснення інвестицій за умови, що є об'єкти інвестування з адекватними характеристиками.

Відповідно, на нашу думку, доцільно виокремити такі види заощаджень у контексті використання їх, як джерела інвестицій на фінансовому ринку (табл. 4.1).

Таблиця 4. 1

КЛАСИФІКАЦІЯ ЗАОЩАДЖЕНЬ ІНДИВІДУАЛЬНИХ ІНВЕСТИТОРІВ*

Класифікаційна ознака	Види заощаджень
1. За характером використання	<ul style="list-style-type: none"> • споживчі • інвестиційні
2. За терміном існування	<ul style="list-style-type: none"> • поточні • довгострокові
3. За напрямками використання	<ul style="list-style-type: none"> • моноцільові • багатоцільові

* Складено автором самостійно.

Отже, споживчі заощадження формуються з метою подальшого використання на купівлю певних товарів або послуг, при цьому основним мотивом їх створення є той факт, що вартість об'єкта бажаного придбання перевищує доходи фізичної особи або домогосподарства. Інвестиційні заощадження — це заощадження, що використовуються домогосподарствами для здійснення інвестицій через вкладання коштів в активи, які здатні приносити дохід у майбутньому. Суттєву роль відіграє поділ заощаджень за терміном існування на поточні та довгострокові. Поточні заощадження існують не більше один рік, довгострокові здійснюються на період, понад рік. Поєднуючи обидві класифікації зазначимо, що споживчі заощадження теж можуть існувати більш як одного року, якщо об'єкт купівлі в майбутньому значно перевищує поточні доходи фізичної особи.

Підсумовуючи сказане з приводу класифікації заощаджень з точки зору формування відповідних ресурсів для інвестицій на фінансовому ринку, зазначимо:

- незалежно від параметрів та ознак будь-які заощадження можна розглядати як інвестиційний ресурс для купівлі об'єктів на фінансовому ринку;

- заощадження можуть змінювати свої параметри під впливом внутрішніх та зовнішніх чинників, відповідно, недоцільним є виокремлення немотивованих заощаджень, оскільки напрям їх ви-

користання економічним суб'єктом свідчитиме про мотив створення;

- здатність бути використаними для інвестицій у фінансові активи зазначеною мірою залежить від наявності відповідних фінансових інструментів на ринку, а не від природи та характеристик заощаджень.

З таких позицій можна визначити низку характеристик об'єктів інвестицій фізичних осіб (табл. 4.2).

Таблиця 4. 2

**ВПЛИВ ЗАОЩАДЖЕНЬ ІНДИВІДУАЛЬНИХ ІНВЕТОРІВ
НА ВИБІР ХАРАКТЕРИСТИК ОБ'ЄКТА ІНВЕСТИЦІЙ***

Види заощаджень	Характеристики об'єкта інвестицій
Споживчі	Здатність збільшувати споживання товарів або послуг інвесторами в майбутньому
Інвестиційні	Здатність збільшувати добробут інвестора в майбутньому
Поточні	Термін обігу до 1 року, періодичне та регулярне отримання доходів
Довгострокові	Термін обігу понад 1 рік
Моноцільові	Відповідність мотивам створення
Багатоцільові	Максимальна ліквідність, щоб забезпечити швидку зміну цільового використання

* Розроблено автором.

Так, з табл. 4.2 видно, що назагал для кожного виду заощаджень індивідуального інвестора можна детермінувати ймовірні характеристики потенційного об'єкта інвестицій. При цьому можна припустити, що поєднання різних класифікаційних ознак дає змогу встановити чіткі залежності між параметрами відповідного фінансового інструменту та характеристиками сформованих заощаджень.

Індивідуальні інвестиції у фінансові інструменти визначаються дією багатьох чинників, окремі з яких лежать за межами суто економічної політики. Ця складна й неоднозначна сукупність чинників вимагає детального розгляду й аналізу в контексті активізації інвестиційного процесу фізичних осіб на фінансовому ринку України. У зазначеному контексті розглядувана проблема виглядає так:

- існування фінансових інструментів, які за своїми інвестиційними характеристиками є адекватними сформованим заощадженням фізичних осіб;

• наявність у вітчизняних індивідуальних інвесторів заощаджень, для залучення яких необхідна поява нових інструментів та механізмів їх випуску й обігу.

Такий поділ переносить акценти в аналізі процесів формування заощаджень (їх чинників) в економіці України — першочерговим є не розмір заощаджень, а відповідність їх наявним інструментам фінансового ринку та спонукальна дія щодо появи нових інструментів. Відповідно, відштовхуючись від кількісних та якісних параметрів сформованих у фізичних осіб заощаджень, необхідно виявити їх структуру, напрями використання в інвестиції та в інші активи взагалі (табл. 4.3).

Таблиця 4.3

**ДОХОДИ І ВИТРАТИ НАСЕЛЕННЯ УКРАЇНИ
У 2006—2010 РОКАХ**

Показник	2006	2007	2008	2009	2010
Доходи всього (млн грн)	472 061	623 289	845 641	894 286	1 101 015
Темп приросту до попереднього року (%)	23,7	32,0	35,7	5,7	12,3
Заробітна плата (млн грн)	205 120	278 968	366 387	365 300	459 153
Темп приросту до попереднього року (%)	27,7	36,0	31,3	−0,3	25,7
Прибуток і змішаний дохід (млн грн)	69 186	95 203	131 139	129 760	161 214
Темп приросту до попереднього року (%)	18,5	37,6	37,7	−1,0	24,2
Соціальна допомога та інші отримання поточні трансферти (млн грн)	183 900	229 040	319 683	364 572	423 690
Темп приросту до попереднього року (%)	51,6	24,5	39,5	14,0	16,2
Витрати на придбання товарів і послуг (млн грн)	385 681	509 533	695 618	709 025	838 220
Співвідношення витрат на придбання товарів і послуг до сукупної величини доходів (%)	81,7	81,7	82,2	79,3	76,1

* Джерело: розроблено автором на підставі даних Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>

Як видно з табл. 4.3, доходи і витрати населення України впродовж 2005—2009 років характеризуються такими тенденціями:

- спостерігається чітка тенденція до зростання як доходів, так і витрат на придбання товарів і послуг. При цьому темпи зростання сукупних доходів порівняно з попередніми роками є досить високими — від 23 % до майже 39 %. Але, незважаючи на відчутне зростання їх, співвідношення витрат на придбання товарів і послуг (як основної статті витрат населення України) та доходів за розглядуваний період фактично не змінилося і коливалося в межах 79—84 %. Слід зазначити, що 2009 рік став періодом значного погіршення тенденцій зміни доходів населення — зокрема відносно зростання їх становило лишень 1,36 %;

- разом зі зростанням сукупних доходів відбувається збільшення їхніх основних складових — заробітної плати, соціальної допомоги та інших поточних трансфертів — обсяги сукупних доходів зросли у 2,4 разу, заробітної плати — у 2,3 разу, прибутку і змішаного доходу — у 2,2 разу; соціальної допомоги та інших поточних трансфертів — у 2,3 разу;

- з точки зору процесу формування заощаджень симптоматично виглядає структура доходів населення, в якій значну питому вагу мають надходження, що жодним чином не пов'язані із власністю фізичних осіб на фактори виробництва (окрім робочої сили). Зокрема, у 2009 році 41,9 % усіх доходів становила заробітна плата; 14,6 % — прибуток і змішаний дохід, 39,5 % — соціальна допомога та інші поточні трансферти (при цьому 2003 року частка таких доходів була дещо меншою і становила 36,1 %).

Оцінюючи наведені вище тенденції з огляду на інвестиційний потенціал фізичних осіб, можна зробити кілька важливих висновків. По-перше, у структурі їхніх доходів фізичних осіб домінують заробітна плата та соціальні трансферти; по-друге, частка саме соціальних трансфертів порівняно з іншими видами доходів повільно, але невпинно зростає; насамкінець, якщо спиратися на концепцію доходу як засадового чинника для здійснення інвестицій фізичними особами, такі пропорції та середній рівень заробітної плати та соціальних виплат упродовж 2005—2009 років опосередковано визначають низьку здатність фізичних осіб до інвестицій на фінансовому ринку України, оскільки їхній рівень є надзвичайно низьким (табл. 4.4).

Порівняльний аналіз даних (табл. 4.3 і 4.4) назагал підтверджує вирішальну роль чинника доходів у системі чинників формування й інвестування заощаджень фізичних осіб в Україні. Це виявляється у таких тенденціях: по-перше, висока частка доходів

у вигляді соціальних виплат поєднується зі значною кількістю осіб, яким призначена пенсія (у межах 14 млн) та незначним розміром таких виплат (у 2009 році — 898,4 грн); по-друге, висока питома вага заробітної плати в сукупних доходах співвідноситься з її невисоким (з погляду процесів формування заощаджень) рівнем — 1906 грн у 2009 році; по-третє, такі диспропорції у головних статтях доходів населення визначають високі кількісні показники населення, із місячними доходами, нижчими за прожитковий мінімум — 21,4 % у 2009 році або 9,5 млн осіб (зазначимо, що цей показник демонстрував позитивну динаміку, але у 2009 року ситуація погіршилася знову).

Таблиця 4.4

ОКРЕМІ ПОКАЗНИКИ ДОХОДІВ НАСЕЛЕННЯ УКРАЇНИ У 2006—2010 РОКАХ

Показник	2006	2007	2008	2009	2010
Середньомісячна заробітна плата (грн)	1041	1351	1806	1906	2239
Чисельність населення із середньодушовими сукупними доходами на місяць, нижчими за прожитковий мінімум (млн осіб)	22,5	12,3	7,2	6,9	9,7
Частка населення із середньодушовими сукупними доходами на місяць, нижчими за прожитковий мінімум (%)	49,7	27,2	16,1	15,5	21,8
Середній розмір місячної пенсії (грн)	406,8	478,4	751,4	898,4	999,0
Кількість пенсіонерів (млн осіб)	14,0	13,9	13,8	13,7	13,7

* Розроблено автором за статистичними даними Державного комітету статистики України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>

Результативний вплив низького рівня доходів фізичних осіб в Україні адекватно відображається в кількісних характеристиках заощаджень — як в обсягах, так і за структурою (рис. 4.1).

З даних рис. 4.1 можна дійти висновку, що заощадження населення України характеризуються високим рівнем волатильності. Зокрема, кожен із розглядуваних показників у 2004—2010 роках характеризувався зміною динаміки порівняно із попереднім роком: для нефінансових активів зниження відбулося у 2002 і 2003 роках; для фінансових активів — у 2006 році; для грошових вкладів та заощаджень у цінних паперах — у 2008 році; для заощаджень в іноземній валюті — у 2002, 2003, 2005 та 2010 роках.

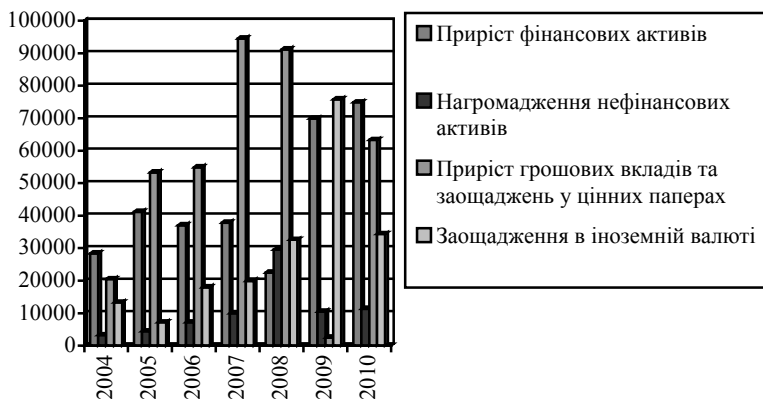


Рис. 4.1. Заощадження населення України та напрями їх використання*

* Розроблено автором за статистичними даними Державного комітету статистики України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>

Розвиток фінансового ринку України впродовж усього періоду його існування характеризується високим рівнем неоднозначності, відсутністю цілеспрямованої державної політики, значними міжсекторальними диспропорціями. Зрозуміло, що ці проблеми адекватно відображаються на інвестиційній привабливості фінансових інструментів з точки зору фізичних осіб. Окрім того, тривала відсутність ефективних механізмів акумуляції дрібних заощаджень громадян, перманентні проблеми різних суб'єктів фінансового ринку (комерційних банків, кредитних спілок тощо) підсилюють недовіру з боку населення.

Аналіз інвестиційної діяльності фізичних осіб засвідчує неоднозначність нинішніх тенденцій, глибокі диспропорції між розвитком окремих сегментів ринку, об'єктивні проблеми в залученні заощаджень фізичних осіб. Відповідно, існує нагальна потреба в розробленні регуляторних заходів, спрямованих на активізацію інвестиційних процесів через розвиток ринків та інструментів.

До найактуальніших і найдієвіших з них можна віднести:

- нормативне забезпечення наскрізного захисту прав індивідуальних інвесторів у фінансові інструменти — починаючи від вибору фінансового інструменту до його продажу, що дасть можливість підвищити зацікавленість цієї групи інвесторів у купівлі інструментів фінансового ринку. Формами та механізмами такого

захисту мають бути: по-перше, інформаційна прозорість фінансового ринку України; по-друге, жорсткі ліцензування та нагляд за діяльністю учасників ринку; по-третє, створення державою централізованих страхових фондів для компенсації збитків у разі банкрутства окремих емітентів фінансових інструментів;

- підвищення конкуренції між фінансовими установами, що передусім забезпечить зниження цін на окремі фінансові послуги для індивідуальних інвесторів та зменшення трансакційних витрат при інвестуванні у фінансові інструменти. Окрім того, конкурентні засади функціонування сектору фінансових інститутів сприятимуть підвищенню якісних параметрів інвестування, запобігатимуть діяльності на ринку неефективних фінансових посередників;

- розширення кола та характеристик фінансових інструментів, що можуть бути потенційним об'єктом інвестування для індивідуальних інвесторів. За допомогою низки превентивних заходів держава має створити передумови для зростання зацікавленості з боку емітентів у залученні інвестицій в їхні фінансові інструменти з боку індивідуальних інвесторів;

- позитивна зміна у загальних умовах здійснення інвестиційної діяльності на фінансовому ринку України: по-перше, концентрація торгівлі фінансовими інструментами на організаторах торгівлі й активізація вторинного обігу фінансових інструментів; по-друге, розвиток інфраструктури фінансового ринку, що сприятиме зниженню витрат на проведення операцій; по-третє, забезпечення рівноправного розвитку всіх фінансових інструментів та фінансових послуг.

На нашу думку, саме реалізація вказаних заходів сприятиме активізації інвестиційного процесу індивідуальних учасників.

4.2. Тенденції розвитку діяльності інституційних інвесторів в Україні

О. М. Юркевич

Важливою складовою економічного зростання в країні є розширення спектра фінансових послуг і зростання ролі фінансових інститутів в інвестиційному процесі. У розвинених національних економіках існує розгалужена мережа фінансових посередників, які виконують роль інституційних інвесторів. Зараз інституційні інвестори є одними з активних учасників фінансового ринку.

Найактивніший розвиток їх на ринку розвинених країн припав на кінець 1980-х років. Відтоді в більшості країн активи під управлінням інституційних інвесторів стрімко зростають.

В Україні останніми роками простежується відносно зростання кількості інституційних інвесторів, головне завдання яких — створити сприятливе середовище для нагромадження фінансових ресурсів економічними суб'єктами та забезпечити функціонування ефективного механізму їх трансформації в інвестиції. Саме кошти інституційних інвесторів є вагомим джерелом інвестицій для реального та фінансового сектору.

Передусім варто з'ясувати сутність поняття «інституційні інвестори», зазначити їх види та функції у сучасній ринковій економіці.

Інституційні інвестори відіграють важливу роль поряд з корпоративними й індивідуальними в забезпеченні країни інвестиційними ресурсами. Якщо корпоративні та індивідуальні інвестори є основними постачальниками ресурсів в економіці країни, то інституційні інвестори виступають у ролі фінансових посередників, які трансформують і перерозподіляють накопичені заощадження вже у реальний сектор.

Інституційні інвестори професійно формують і управляють інвестиційним портфелем. Під професійним управлінням розуміють тимчасове відокремлення власників активів від управління ними, оскільки більшість осіб не мають можливостей, необхідних знань, а також часу, щоб ефективно розмішувати свої заощадження на фінансових ринках шляхом прямого інвестування. Інституціональні інвестори завдяки професійним навичкам та досвіду можуть забезпечити ефективніше управління інвестиційними ресурсами, ніж індивідуальні інвестори. Більшість інституційних інвесторів мають у своєму розпорядженні постійних фінансових аналітиків і управляючих портфелем, які намагаються досягти максимальної ефективності інвестицій.

Здатність інституційних інвесторів до ефективного перерозподілу тимчасово вільних ресурсів досягається шляхом оцінювання можливих ризиків і мінімізації їхніх негативних наслідків. Це вможливорюється за рахунок диверсифікації ризиків, оскільки кошти індивідуальних і корпоративних інвесторів можуть вкладатися в різні інструменти фінансового ринку. Інституційні інвестори зробили диверсифікацію доступною для дрібних інвесторів. Наприклад, вони можуть запропонувати інвестування у великі й неподільні категорії активів, такі як права власності, які просто недоступні для дрібних інвесторів.

Об'єднуючи грошові кошти своїх інвесторів, інститути спільного інвестування дають їм змогу володіти частками різних цінних паперів. У цьому випадку вони можуть діяти як великі інвестори, навіть якщо окремому інвесторові це не під силу.

Також інституційні інвестори дають можливість значно знизити витрати на здійснення операцій з фінансовими інструментами, оперуючи значними обсягами ресурсів. Оскільки вони торгують великими пакетами цінних паперів, це дає їм змогу досягати істотної економії на комісійних виплатах. При управлінні великою кількістю дрібних інвестицій як одним великим портфелем можна заощадити за рахунок масштабу операцій, від чого інвестор може отримати вигоду у вигляді низької плати за управління.

Узагальнюючи викладене, до основних ознак інституційного інвестора можна віднести те, що вони:

- функціонують на фінансовому ринку й оперують фінансовими інструментами;
- виконують функції фінансових посередників;
- здійснюють інвестування у фінансові та матеріальні активи;
- виступають портфельними інвесторами;
- професійно управляють інвестиційними портфелями.

Визначаючи сутність поняття «інституційний інвестор», можна виокремити два підходи: за першим інституційні інвестори — це всі фінансові посередники, включно з кредитними установами; за другим — до інституціональних інвесторів відносять лише небанківські фінансові установи (пенсійні фонди, інститути спільного інвестування, страхові компанії), але не включають до їх складу банки, кредитні спілки та інші фінансові установи. Можна зазначити, що на сьогодні не існує єдиної класифікації фінансових посередників.

У США існує поняття «кваліфікований інституційний інвестор» (англ. *qualified institutional investor*), який має право, згідно з класифікацією Комісії з цінних паперів та бірж США, брати участь в торгових операціях з цінними паперами без реєстрації цих цінних паперів у Комісії з цінних паперів та бірж США. Такий інвестор повинен мати під своїм управлінням не менш як 100 млн дол. США.

На нашу думку, інституційні інвестори — це учасники фінансового ринку, які виконують функції фінансових посередників у частині трансформації заощаджень в інвестиції шляхом випуску власних фінансових інструментів (для акумулювання коштів) і формування інвестиційного портфе-

ля (використання коштів) з метою отримання інвестиційного доходу.

Основну функцію, яку мають виконувати інституційні інвестори, можна сформулювати як забезпечення грошовим капіталом потреб економіки країни шляхом створення механізму акумулювання, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів від осіб, які володіють вільними інвестиційними ресурсами, до осіб, яким необхідні такі ресурси для розвитку.

Інституційні інвестори зазвичай виконують функції, притаманні фінансовим посередникам, які можна сформулювати так:

- перетворення заощаджень на інвестиції акумулюванням коштів індивідуальних та корпоративних інвесторів;
- сприяння зниженню вартості операцій з фінансовими інструментами за одночасного зростання їхньої кількості (ефект масштабу);
- зниження трансакційних витрат;
- зменшення проблеми асиметричної інформації;
- диверсифікація інвестиційних ризиків;
- трансформація терміну погашення первинних цінних паперів, в які інвестовано кошти, у різні терміни погашення посередницьких зобов'язань (розподіл ресурсів у часі);
- професійне управління інвестиційним портфелем;
- консультування учасників інвестиційного процес тощо.

Визначаючи склад інституційних інвесторів, слід згадати визначення, наведене у статті 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», згідно з яким до інституційних інвесторів належать інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, — також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку чи збереження реальної вартості фінансових активів.

Виходячи з наявних фінансових установ на фінансовому ринку України, які підпадають під наведене поняття і можуть бути включені до складу інституціональних інвесторів, в Україні до них можна віднести банки, кредитні спілки, інститути спільного інвестування (ІСІ), страхові компанії (СК), недержавні пенсійні фонди (НПФ).

За загальними характеристиками їх можна поділити на інституціональних інвесторів банківського типу та інституціональних інвесторів небанківського типу (рис. 4.2).

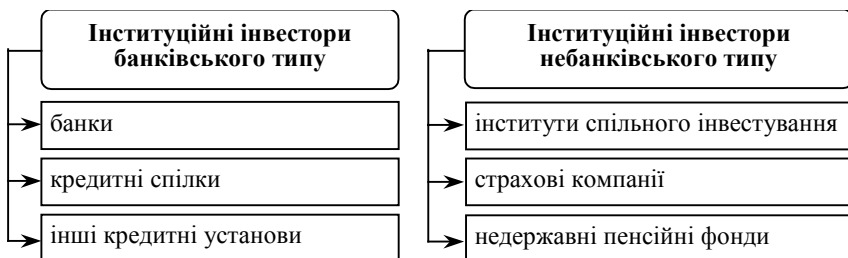


Рис. 4.2. Типи інституційних інвесторів*

* Розроблено автором.

Продовжуючи дослідження складу інституційних інвесторів та їхнього місця на фінансовому ринку, треба, по-перше, визначити основні сегменти, на які поділяється фінансовий ринок. Так, відповідно до Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», до ринків фінансових послуг належать професійні послуги на ринках банківських послуг, страхових послуг, інвестиційних послуг, операцій з цінними паперами та інших видах ринків, що забезпечують обіг фінансових активів. З огляду на це визначення до основних складових фінансового ринку можна віднести кредитний ринок, страховий ринок, пенсійний ринок та ринок цінних паперів. Основними державними регуляторами цих ринків виступають Національний банк України (НБУ), Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України (Держфінпослуг) та Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) (рис. 4.3). Зараз в Україні не існує єдиної інвестиційної політики регулювання інституційних інвесторів.

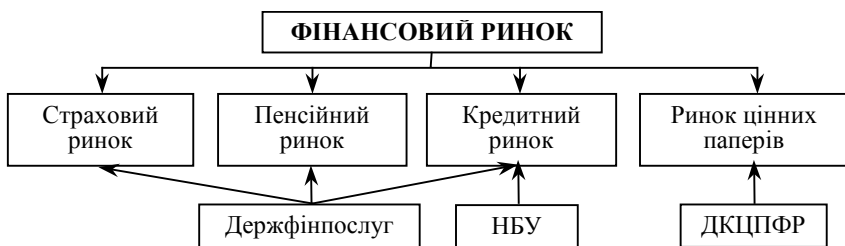


Рис. 4.3. Державні регулятори інституційних інвесторів

* Розроблено автором.

Діяльність інституційних інвесторів пов'язана, як уже зазначалося, із функціонуванням усіх сегментів фінансового ринку країни, оскільки залучення вільних ресурсів та їх розміщення відбувається за допомогою різноманітних фінансових та нефінансових інструментів, які, на наш погляд, доцільно розподілити на дві групи (табл. 4.5): 1) інструменти залучення коштів; 2) інвестиційні інструменти.

Таблиця 4.5

**ІНСТРУМЕНТИ В УПРАВЛІННІ
ІНСТИТУЦІОНАЛЬНИХ ІНВЕСТИТОРІВ***

Інструменти залучення ресурсів	Інструменти розміщення ресурсів (інвестиційні)
<ul style="list-style-type: none"> • Формують капітал або утворюють зобов'язання • Вимагають обслуговування в частині сплати відсотків, дивідендів, страхових виплат, виплат пенсій тощо 	<ul style="list-style-type: none"> • Формують активи • Генерують доходи у вигляді відсотків, дивідендів, зростання вартості капіталу тощо
Депозити	Депозити
Цінні папери	Цінні папери
Страхові премії	Кредити
Пенсійні внески	Золото, дорогоцінні метали
	Нерухоме майно
	Реальні активи

* Розроблено автором.

Якщо конкретизувати фінансові інструменти за видами інституційних інвесторів, то ресурсна база ІСІ формується за рахунок випуску інвестиційних сертифікатів. НПФ — пенсійних внесків за пенсійними контрактами, СК — страхових премій за договорами страхування. Банки основний обсяг ресурсів формують за рахунок депозитів, що і відрізняє їх від решти фінансово-кредитних установ. Механізм трансформації заощаджень інституційними інвесторами наведено на рис. 4.4.

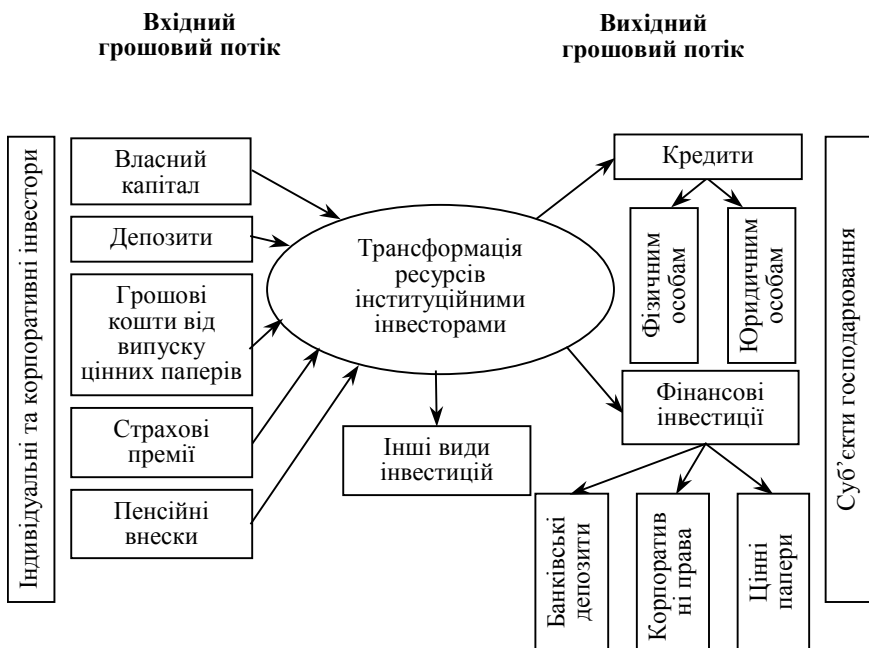


Рис. 4.4. Механізм трансформації заощаджень в інвестиції інституційними інвесторами

* Розроблено автором.

Слід зазначити, що інвестиційна діяльність може бути як основним (винятковим) видом діяльності інституційного інвестора, так і супутнім. Для таких інституційних інвесторів, як інститути спільного інвестування, інвестиційна діяльність є основним видом діяльності.

Проаналізувавши деякі показники діяльності інституційних інвесторів за п'ять років, можна відстежити такі основні тенденції:

1) після стрімкого зростання кількості інституційних інвесторів останніми роками спостерігається зменшення і навіть негативне значення темпів їх приросту на фінансовому ринку (табл. 4.6);

2) обсяги активів інституційних інвесторів перебувають на доволі низькому рівні (рис. 4.5), крім того, значно вповільнилися темпи їх зростання.

**ДИНАМІКА КІЛЬКОСТІ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕСТИРІВ
В УКРАЇНІ У 2005—2010 РОКАХ***

Інституційні інвестори	2005	2006	Темп приросту	2007	Темп приросту	2008	Темп приросту	2009	Темп приросту	2010	Темп приросту
Банки	186	193	3,8	198	2,6	198	0,0	197	-0,5	194	-1,5
Кредитні спілки	723	764	5,7	800	4,7	829	3,6	755,0	-8,9	659	-12,7
Інші кредитні установи	2	3	50,0	7	133,3	20	185,7	32	60,0	42	31,3
Страхові компанії	398	411	3,3	446	8,5	469	5,2	450	-4,1	456	1,3
У т.ч. Life-компанії	50	55	10,0	65	18,2	73	12,3	72	-1,4	687	-6,9
НПФ	54	79	46,3	96	21,5	109	13,5	107	-1,8	101	-5,6
ICI	284	519	82,7	577	11,2	888	53,9	985	10,9	1095	11,2

* Обчислено автором за даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Української асоціації інвестиційного бізнесу.

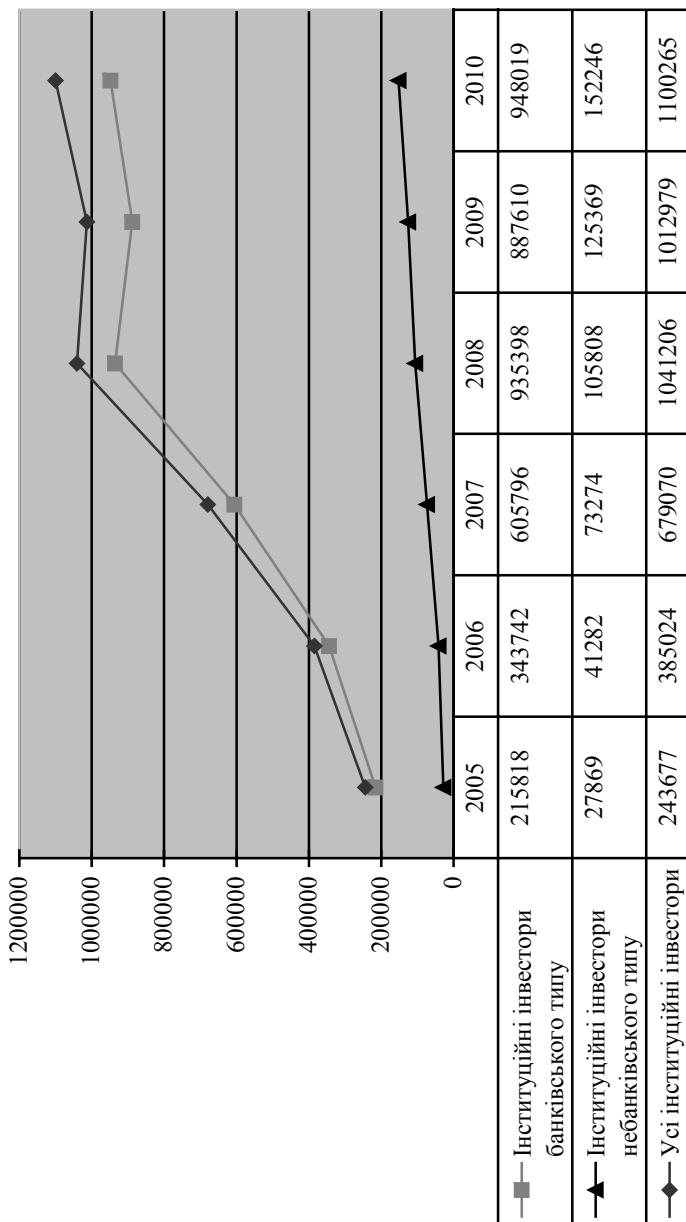


Рис. 4.5. Динаміка активів інституційних інвесторів в Україні у 2005—2010 роках

* Розроблено автором за даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Української асоціації інвестиційного бізнесу

З рис. 4.5 можна бачити збільшення вартості активів інституційних інвесторів загалом, а також кожного сегмента зокрема, однак негативним є стрімке зменшення темпів приросту цих активів (рис. 4.6).

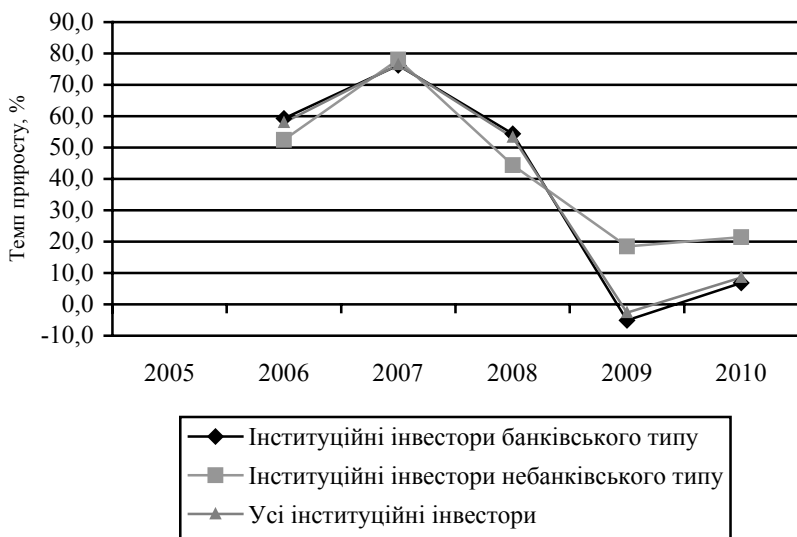


Рис. 4.6. Темпи приросту активів інституціональних інвесторів в Україні у 2005—2010 роках*

* Розроблено автором за даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Української асоціації інвестиційного бізнесу.

Упродовж проаналізованого періоду спочатку відбулося значне зростання основних показників діяльності, випереджальними темпами щодо обсягів залучених ресурсів зміцнювалися позиції банків, інститутів спільного інвестування та страхових компаній. За період від 2005 до 2008 року приріст активів страхових компаній становив майже 100 %. Щодо інших небанківських інституційних інвесторів упродовж 2005—2008 років зафіксовано зростання активів недержавних пенсійних фондів — у 18 разів, інститутів спільного інвестування — майже у 20 разів. Зростала також доходність вітчизняних фінансових інститутів, особливо інститутів спільного інвестування, але вже наприкінці 2008 року ця тенденція змінилася,

що було зумовлене негативним впливом світової економічної кризи на вітчизняні фінансові інститути (окрім ломбардів через природу їхньої діяльності).

До 2008 року зростали кількісні та якісні показники діяльності майже всіх інституційних інвесторів, лише із розгортанням світової економічної кризи на території України почали погіршуватися спочатку якісні, а згодом і кількісні показники функціонування фінансових інститутів в Україні;

3) залишається значна диспропорція між активами інституційних інвесторів банківського та небанківського типу (рис 4.7).

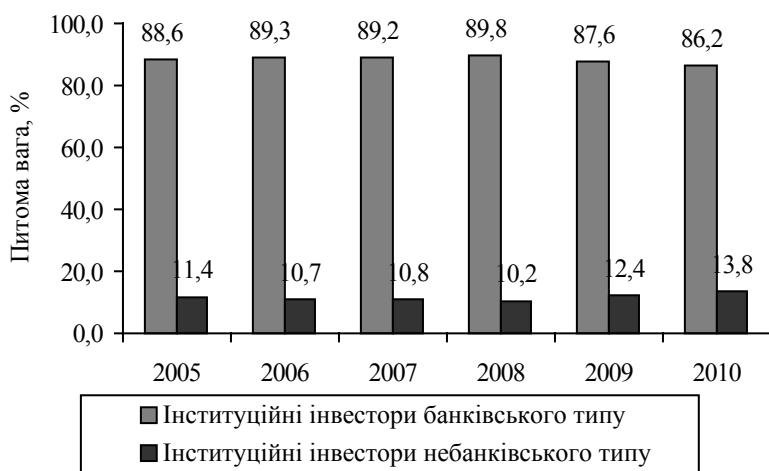


Рис. 4.7. Розподіл активів інституційних інвесторів в Україні в 2005—2010 рр.*

* Розроблено автором за даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг (Держфінпослуг), Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ).

Так, частка активів інституційних інвесторів небанківського типу у 6,5 разу менша за активи банківської системи;

4) серед інституційних інвесторів банківського типу найпотужнішим інвестором є банки, їхня питома вага в загальній сумі активів становить майже 100 % (табл. 4.7).

Таблиця 4.7

**ДИНАМІКА ТА СТРУКТУРА АКТИВІВ
ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕСТИТОРІВ БАНКІВСЬКОГО ТИПУ
В УКРАЇНІ ЗА 2005—2010 РОКІВ, МЛН ГРН***

Інвестори	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	2010	%
Банки	213 878,0	99,1	340 179,0	99,0	599 396,0	98,9	926 080,0	99,0	880 300,0	99,2	942 088,0	99,4
Кредитні спілки	1939,5	0,9	3241,2	0,9	5261,0	0,9	6064,9	0,6	4218,0	0,5	3432,2	0,4
Інші кредитні установи	—	—	322,2	0,1	1138,9	0,2	3253,5	0,4	3092,1	0,3	2498,9	0,2
Разом	215 817,5	100	343 742,4	100	605 795,9	100	935 398,4	100	887 610,1	100	948 019,1	100

* Розроблено автором за даними Національного банку України та Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг.

Банки домінують за обсягом активів серед усіх інституційних інвесторів, оскільки на банки припадає більша частка в перерозподілі позикових капіталів на грошовому ринку, ніж на будь-який інший вид фінансових посередників; банки за своїм функціональним призначенням беруть участь у формуванні пропозиції грошей і мають можливість безпосередньо впливати на ринкову кон'юнктуру й економічне зростання, а інші посередники такої можливості не мають; банки мають змогу надавати економічним суб'єктам широкий асортимент різних послуг, тоді як інші посередники спеціалізуються на окремих, часто обмежених фінансових операціях. Тому можливості впливу на грошовий обіг й економіку у банків ширші, ніж у будь-якого небанківського фінансового посередника;

5) серед вітчизняних інституційних інвесторів небанківського типу провідне місце до 2007 року посідали страхові компанії, проте від 2008 року інститути спільного інвестування мають найбільші показники, — майже 70 % вартості загальних активів. Однак спостерігається зменшення темпів приросту активів усіх інституційних інвесторів (табл. 4.8).

Наведені розрахунки демонструють нерівномірність структури фінансових інститутів, що свідчить про невисоку розвиненість їх. У країнах із розвинутою ринковою економікою й у східноєвропейських країнах структура сектору небанківських фінансових інститутів є рівномірнішою, що вможливорює ефективний розподіл фінансових ресурсів;

6) у структурі активів інституційних інвесторів небанківського типу (табл. 4.9) переважають цінні папери, на 2-му місці — кошти в банках та готівка у касі, незначна частка активів у нерухомості та банківських металах;

7) питома вага портфеля цінних паперів у кредитно-інвестиційному портфелі (КІП) по банківській системі, від 2000-го року до 2009 року коливається, середнє значення становить 7,3 % (рис. 4.8). Найбільшого значення цей показник сягнув у 2001 році — 11,73 %, а найменшого — у 2008 році — 5,08 %. Як показує тренд, питома вага цінних паперів у КІП зменшується, але на нашу думку, надалі питома вага портфеля цінних паперів зростатиме з мірою, розвитку фондового ринку України.

У структурі інвестиційного портфеля переважають цінні папери в портфелі на продаж — це 75,25 % від усієї суми цінних паперів у 2009, при цьому питома вага цього портфеля зростає протягом аналізованого періоду.

Таблиця 4.8

**РОЗПОДІЛ АКТИВІВ
НЕБАНКІВСЬКИХ ІНСТИТУЦІЙНИХ
ІНВЕСТИТОРІВ В УКРАЇНІ ЗА 2005—2010 РОКИ***

Інвестори	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	2010	%
Страхові компанії	20 920,0	75,1	23 995,0	58,1	32 213,0	44,0	41 931,0	39,6	41 970,0	33,5	45 234,6	29,7
НПФ	46,0	0,2	142,0	0,4	281,0	0,4	612,0	0,6	858,0	0,7	1 144,3	0,8
ІСІ	6 903,0	24,7	17 145,0	41,5	40 780,0	55,7	63 265,0	59,8	82 541,0	65,8	105 866,6	69,5
Разом	27 869,0	100	41 282,0	100	73 274,0	100	105 808,0	100	125 369,0	100	152 245,5	100

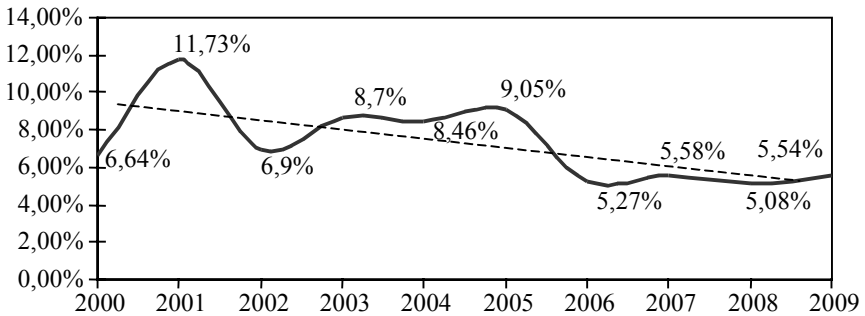
* Розроблено автором за даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг (Держфінпослуг), Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ).

Таблиця 4.9

СТРУКТУРА АКТИВІВ НЕБАНКІВСЬКИХ ІНСТИТУЦІЙНИХ
ІНВЕСТИРІВ СТАНОМ НА 30.09.2010 РОКУ, %^{*}

Активи	НПФ	СК	Невенчурні ІСІ
Цінні папери	47,7	23,5	60,2
Грошові кошти та банківські депозити	36,2	36,2	7,7
Інші активи	8,6	32	31,8
Банківські метали	5,1	0,8	0
Нерухомість	2,4	7,5	0,3
Разом	100,0	100,0	100,0

^{*} Розроблено автором за даними Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг (Держфінпослуг), Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ).

Рис. 4.8. Питома вага портфеля цінних портфельів у КПП
впродовж 2000—2009 років

^{*} Розроблено автором за даними Національного банку України (НБУ).

Для оцінювання рівня розвитку інституційних інвесторів слід орієнтуватися на рівень активів інституційних інвесторів, що відображає частку активів інституційних інвесторів у ВВП країни. Оцінювання за цим показником слід проводити окремо для інституційних інвесторів банківського типу та інституціональних інвесторів небанківського типу. На рис. 4.9 наведено динаміка активів інституційних інвесторів порівняно із ВВП.

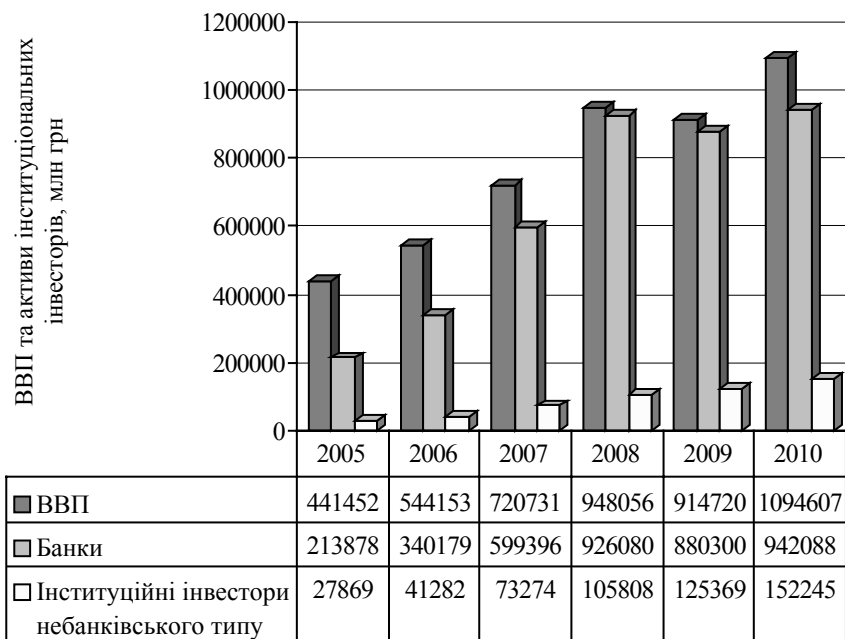


Рис. 4.9. Динаміка ВВП та активів інституційних інвесторів в Україні у 2005—2010 роки, млн грн*

* Розроблено автором за даними Державного комітету статистики України, Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (Держфінпослуг), Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ).

Продemonструємо, яку частку становлять активи інституційних інвесторів у ВВП (рис. 4.10).

Проблеми в діяльності інституційних інвесторів пояснюються переважно наслідками економічної кризи й недосконалістю внутрішнього фондового ринку.

Так, у своїй діяльності інституційні інвестори стикаються з надмірними ризиками ліквідності та волатильності фондового ринку. Ризики ліквідності полягають у тому, що інвестори мають обмежений простір для ефективного управління інвестиційним портфелем й у відповідь на зміну ситуації за певним інструментом не можуть продати цінні папери за переважною граничною (на момент закриття) ринковою ціною. На думку експертів, при бажанні інвесторів закріпити позиції за значними сумами активів

український фондовий ринок не здатен повністю поглинути обсяг, що продається, у результаті чого продавець змушений істотно знижувати ціну¹. Також існують суттєві ризики неправильного оцінювання вартості активів унаслідок можливості маніпулювання цінами або відсутності операцій за неліквідним цінним папером і, відповідно, застарілими котируваннями, браком надійних інвестиційних рейтингів внутрішніх емітентів.

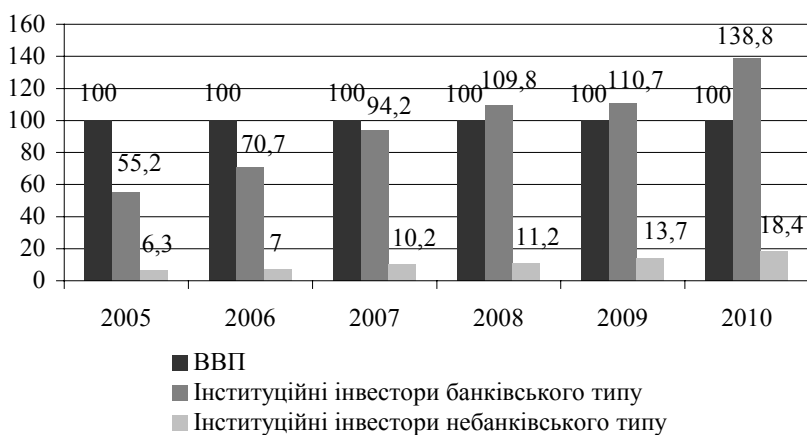


Рис. 4.10. Динаміка питомої ваги активів інституційних інвесторів у ВВП, %*

* Розроблено автором за даними Державного комітету статистики України, Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (Держфінпослуг), Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ).

Проблемним є питання створення ліквідного ринку конкурентоспроможних державних цінних паперів, який слугує стабілізатором під час ринкових коливань, а також відіграє роль орієнтира щодо показників дохідності й ризикованості при формуванні інвестиційного портфеля. Оскільки український фондовий ризик демонструє один із найвищих показників волатильності у світі², інституційні інвестори змушені інвестувати кошти в низькодохідні державні цінні папери, а також наражатися на ризики ліквідності банківської системи.

¹ УНІАН-економіка — На фондовому ринку криза ідей: інвестори у ступорі / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://economics.unian.net/ukr/detail/48182>

² Економічна правда — Український фондовий ринок: їжачок в тумані / Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.epravda.com.ua/markets/2010/06/2/237074>

На нашу думку, до ключових чинників, які визначатимуть розвиток інституційних інвесторів та їхній вплив на економіку країни в найближчій перспективі, слід віднести:

1. Зростання доходів населення та активізація участі їх в інвестиційних процесах.

Важливим чинником розвитку інституційних інвесторів є добробут населення. Інституційні інвестори в країнах із незначними обсягами заощаджень не відіграють помітної ролі, перебуваючи на етапі становлення. Значні обсяги інвестиційних заощаджень, що є частиною поточного доходу населення, формуються насамперед у високорозвинених країнах.

Досліджуючи країни Великої сімки, Е. Девіс¹ дійшов висновку, що активи й зобов'язання домогосподарств за останні десятиліття минулого століття істотно збільшилися. Так, від 1970 до 1998 року спостерігалось зростання фінансових активів населення з показника 130 % щодо ВВП до 238 %. Зростали також і зобов'язання населення країн Великої сімки: з 38 % щодо ВВП у 1970-му р. до 60 % у 1998 році. Структура заощаджень змінювалася на користь інституціональної форми організації. Популярність інституційних інвесторів як інструмента заощадження накопичень найвиразніше простежується в США. На наш погляд, саме зростання добробуту громадян веде до зростання інвестицій, оскільки виникає можливість і необхідність зберегти та примножити заощадження.

Важливо розуміти, що інвестиційні заощадження є первинними стосовно інституційних інвесторів, які надають послуги власникам цих заощаджень щодо їх надійного та ефективного розміщення.

Для активізації інвестиційної активності населення, підвищення його ролі в процесі трансформації заощаджень в інвестиції через інституційних інвесторів доцільно вжити низку заходів, зокрема забезпечити надійний захист прав та інтересів дрібних інвесторів шляхом:

- закріплення в законодавчому порядку норм, які гарантують можливість повернення вкладених фінансових ресурсів;
- забезпечення інформаційної прозорості діяльності інституційних інвесторів;
- здійснення нагляду та контролю з боку державних наглядових органів за їхньою діяльністю.
- залученню додаткових коштів населення інституційними інвесторами небанківського типу сприятиме:

¹ Davis E. Institutional Investors / E. Davis, B. Steil. — MIT Press, 2001. — P. 30.

- створення ефективної системи податкового стимулювання інвесторів, введення принципу адресності в оподаткуванні операцій фізичних осіб з цінними паперами та їхніх доходів за вкладами у фінансові установи;

- розширення мережі небанківських інституційних інвесторів;

- усунення регіональних диспропорцій розвитку інституційних інвесторів небанківського типу з урахуванням особливостей економічного розвитку регіонів;

- інформатизація населення щодо позитивної ролі небанківських інституційних інвесторів та підвищення рівня довіри до них.

2. Покращення діяльності фондового ринку в частині розширення кола якісних фінансових інструментів, які становлять основну частку інвестиційних портфелів інвестиційних інвесторів, та в частині покращення його ліквідності.

За формування інвестиційного портфеля значну увагу слід приділяти економічній ефективності й надійності фінансових інструментів. На думку авторів аналітичної доповіді «Криза розподільчої пенсійної системи в Україні та напрями диверсифікації «пенсійного портфеля»¹, якщо йдеться про формування довгого інвестиційного ресурсу, покликаного забезпечити прийнятний рівень зростання ВВП, перелік інструментів, які можуть бути включені в інвестиційний портфель НПФ, варто обмежити суто вітчизняними фінансовими інструментами, оскільки інвестиції в цінні папери іноземних емітентів працюють на економіки іноземних держав. Такими інструментами мають бути банківські вкладення (депозити, ощадні сертифікати), державні цінні папери, облігації та акції вітчизняних підприємств. Не мають включатися до переліку дозволених такі фінансові інструменти, як інвестиційні сертифікати, векселі, деривативи, нерухомість, банківські метали тощо.

Державні цінні папери мають відповідати таким вимогам: по-перше, дохідність державних фінансових інструментів має корелювати з рівнем інфляції; по-друге, держава має забезпечити необхідний рівень ліквідності через запровадження інституту маркет-мейкерів. Що стосується акцій та облігацій вітчизняних підприємств, виходячи з економічної природи та механізмів інвестування в реальний сектор економіки, такі вкладення необхідно робити тільки на первинному ринку.

¹ Криза розподільчої пенсійної системи в Україні та напрями диверсифікації «пенсійного портфеля»: аналіт. доп. / О. М. Пищуліна, О. П. Коваль, А. М. Авчухова. — К.: НІСД, 2010. — 104 с.

У Проекті Програми розвитку фондового ринку на 2011—2015 роки¹, розробленої ДКЦПФР, запропоновано низку заходів, спрямованих на розвиток та становлення потужних національних інституціональних інвесторів.

Для виконання інституціональними інвесторами їхніх функцій мають бути розроблені й запроваджені відповідні механізми та має функціонувати розвинена інфраструктура фондового ринку, треба запропонувати широкий спектр інструментів та ефективних механізмів узаємодії учасників ринку.

4.3. Кредитно-інвестиційний портфель банків та особливості його формування

О. О. Ляхова

Необхідність забезпечення стабільного економічного зростання, структурних зрушень у національній економіці висуває на перший план проблему генерування ресурсів та спрямування їх у реальний сектор. За умов низького інвестиційного потенціалу держави, недостатнього рівня розвитку фінансового ринку, обмежених можливостей підприємств самостійно фінансувати інвестиційні проекти роль банківської системи в активізації інвестиційної діяльності посилюється, адже банківський сектор розвивається динамічніше, ніж інші сектори економіки й залишається найбільшим сегментом фінансового ринку країни. Банки, будучи посередниками в акумулюванні та перерозподілі тимчасово вільних коштів, визначають напрями й обсяги інвестування, опосередковуючи відтворювальні процеси в економіці. Утім, залишаються актуальними проблеми оптимізації кількісної структури банків, забезпечення стабільності і достатності ресурсної бази банків, створення спеціалізованих банківських установ, об'єднань, усунення територіальних диспропорцій на регіональному ринку кредитування реального сектору, які негативно впливають на розвиток банківського сектору зокрема та структурну перебудову економіки загалом.

Різні аспекти зазначеної проблематики висвітлено у працях українських вчених-економістів: М. Д. Алексеєнка, І. О. Бланка, А. П. Вожжова, Б. В. Губського, О. В. Дзюблюка, В. В. Корнеєва,

¹ Електронний ресурс

<http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/Strateg/Program2015.pdf>

В. Д. Лагутіна, Б. Л. Луціва, І. О. Лютого, Т. В. Майорової, А. М. Мороз, С. В. Науменкової, А. А. Пересади, М. І. Савлука тощо. Серед російських учених варто назвати праці В. В. Ковальова, І. І. Мазура, Я. С. Мелкумова, Н. Г. Ольдерогге, В. Д. Шапіро та інших. Вагомий внесок у розроблення цієї тематики зробили такі зарубіжні економісти як Р. Кінг, Р. Левайн, Й. Шумпетер, Д. Фернадеза та ін.

Разом із тим, проблема підвищення ресурсної ролі банківського сектору в інвестиційній сфері, особливостей формування кредитно-інвестиційного портфелю банків потребують подальшого наукового вивчення. Дослідження цієї теми відкриває можливості поглиблення теоретичних пошуків щодо побудови ефективного механізму кредитування інвестиційних проектів, подальшого розширення участі фінансово-кредитних інститутів у реалізації їх в Україні. У цьому зв'язку важливо зазначити, що саме банківські інвестиційні кредити як джерело інвестиційних ресурсів спроможні належним чином вплинути на стимулювання господарської активності й прискорення економічного зростання.

Дослідження показали, що українські банки здійснюють значне коло банківських операцій, серед яких найвагомішими як для економіки загалом, так і для банку є кредитно-інвестиційні операції, що формують сукупний кредитно-інвестиційний портфель будь-якого банку та всієї банківської системи.

Серед українських і російських учених немає єдності щодо переважної важливості кредитних чи інвестиційних операцій; також в економічній літературі відсутній єдиний підхід до визначення дефініції «кредитно-інвестиційний портфель банку». Деякі автори вважають, що кредитування, особливо прибуткове, має посідати привілейоване місце серед активних операцій комерційних банків^{1, 2, 3}. При цьому кредитні операції визначаються як базові а інвестиційні — як додаткові.

Інші вчені вважають, що кредитна й інвестиційна діяльність не мають переваг для універсального банку тому, що вони становлять основу для розміщення наявних фінансових ресурсів і забезпечують для будь-якого банку отримання максимальної суми

¹ Алексєєнко Л. М. Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми та перспективи розвитку / Л. М. Алексєєнко. — К.: Максимум; Тернопіль: Економічна думка, 2004. — 423 с.

² Ванькович Д. В. Аналіз фінансових джерел формування інвестиційних ресурсів в Україні / Д. В. Ванькович, Н. Б. Демчишак // Фінанси України. — 2007. — № 7. — С. 72—84.

³ Єпіфанов А. О. Операції комерційних банків: Навч. посіб. / А. О. Єпіфанов, Н. Г. Маслак, І. В. Сало. — Суми: ВТД «Університетська книга», 2007. — 523 с.

прибутку^{1, 2, 3}. Проте деякі вчені визначають переваги інвестиційної діяльності над кредитними операціями⁴.

Щоб об'єктивно оцінити, які з наведених положень є більш-менш реалістичними, необхідно з'ясувати, що таке кредитна й інвестиційна діяльність банку і яка між ними різниця.

Визначення поняття та змісту кредитної й інвестиційної діяльності банку зробимо спираючись на працю відомих українських фахівців з банківської справи А. О. Єпіфанова, Н. Г. Маслака, І. В. Сало. Названі провідні вчені вважають, що «кредитні операції — це короткострокове та довгострокове кредитування виробничої, соціальної, інвестиційної та наукової діяльності підприємств та організацій; надання споживчих кредитів населенню; міжбанківських кредитів у частині наданих іншим банкам; лізинг, факторинг, дисконт векселів. Інвестиційні операції — формування портфеля цінних паперів, прями інвестиції»⁵. Таке визначення, на наш погляд, не відображає повного змісту банківських інвестиційних операцій.

У процесі дослідження було проаналізовано різноманітні підходи до визначення дефініції «банківські інвестиції»^{6, 7, 8}. Це дало можливість трактувати останні як вкладення банківських ресурсів, які опосередковують процес створення реального капіталу (нової вартості) та забезпечують зворотний потік доходів у розширеному масштабі. При цьому основна функція банків як інвесторів полягає, з одного боку, в їхній участі в інвестиційному процесі своїми ресурсами (власними, залученими, позиковими), а з іншого — прийняттям на себе ризиків вкладання коштів. Виявлено, що визначальним чинником ідентифікації банківських інвестицій є саме таке використання банківських ресурсів, яке забезпечує повернення банківських коштів у розширених масштабах, тобто гарантує отримання певного ефекту — прибутку (доходу).

¹ Вовчак О. Теоретичні аспекти дослідження банківських інвестицій / О. Вовчак // Вища школа. — 2008. — № 3. — С. 24—39.

² Кузьмін О. Є. Способи і джерела акумуляції ресурсів для реалізації інвестицій / О. Є. Кузьмін // Вісник Академії економічних наук України. — 2003. — № 1. — С. 99—105.

³ Луців Б. Л. Інвестиційний банківський портфель / Б. Л. Луців. — К.: Лібра, 2002. — 192 с.

⁴ Мендрул О. Г. Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. посібник. — Вид. 2-ге, доп. та перероб. / О. Г. Мендрул, І. А. Павленко. — К.: КНЕУ, 2000. — 156 с.

⁵ Єпіфанов А. О. Операції комерційних банків: Навч. посіб. / А. О. Єпіфанов, Н. Г. Маслак, І. В. Сало. — Суми: ВТД «Університетська книга», 2007. — 523 с.

⁶ Мороз А. М., Савлук М. І. Банківські операції: Підручник. — К.: КНЕУ, 2002. — 384 с.

⁷ Пересада А. А., Майорова Т. В. Інвестиційне кредитування: Навчальний посібник. — К.: КНЕУ, 2002. — С. 16—17.

⁸ Пересада А. А. Інвестування: Навчальний посібник. — К.: КНЕУ, 2004. — С. 9—13.

В такому контексті доцільно говорити про характер, умови та параметри участі банку в загальному інвестиційному процесі шляхом виконання останнім на інвестиційному ринку як посередницьких функцій, так і власної участі за рахунок особистого доходу в реальному та фінансовому секторах, що дозволяє заперечити підходи до характеристики інвестиційної діяльності банків, які звужують її діапазон до кількох видів операцій, переважно у сфері фінансового інвестування, причому суто до операцій з цінними паперами, а у сфері реального інвестування — до інвестиційного кредитування¹.

З проведених досліджень випливає, що кредитна діяльність банків забезпечує як операційну, так і інвестиційну діяльність підприємств, тобто кредитуючи підприємства, банк бере участь в інвестиційній діяльності. Проте, здійснюючи інвестиційну діяльність, банк вкладає власні та залучені ресурси через купівлю цінних паперів або за рахунок прямих інвестицій у розвиток не лише інвестиційної діяльності суб'єктів підприємництва, а й у виробничу, тобто в операційну діяльність. Отож, кредитна й інвестиційна діяльність банків фактично поєднуються в єдиному кредитно-інвестиційному портфелі банку. А тому не слід віддавати перевагу кредитуванню чи інвестуванню в системі активних операцій банків. Банківські установи змінюють свої акценти з кредитування на інвестування і навпаки у зв'язку зі змінами рівня прибутковості (рентабельності) операцій та рівня ризику за ними.

Банківська система як інвестиційний посередник акумулює величезні суми тимчасово вільних грошових капіталів господарств і грошові вклади населення через розрахункові, поточні рахунки, депозитні вклади, депозитні й ощадні сертифікати, банківські векселі та їх акцепт, через використання інших різноманітних грошово-кредитних і фінансових інструментів залучення коштів. Усе це засвідчує великий інвестиційний попит банківської системи на грошові ресурси. А формування великих грошових фондів виступає як передумова формування інвестиційного потенціалу комерційних банків і банківської системи загалом.

Організуючи процес трансформації зобов'язань шляхом заміни первинних зобов'язань вкладників на диверсифіковані за власністю та часовими характеристиками свої зобов'язання, комерційні банки задовольняють економічні інтереси інвесторів

¹ Луців Б. Л. Інвестиційний банківський портфель / Б. Л. Луців. — К.: Лібра, 2002. — 192 с.

(кредиторів) у короткострокових активах, а позичальників — у довготермінових і стабільних джерелах фінансування.

Розмір кредитних ресурсів банків характеризується величиною сформованого кредитно-інвестиційного портфеля як головної складової активів банку і показника напрямів його діяльності в плані отримання доходу. Кредитно-інвестиційний портфель має три основні складові: міжбанківські кредити, кредити суб'єктам господарювання (в тому числі інвестиційні кредити, іпотечні кредити), інвестиції в цінні папери.

Після виокремлення основних складових кредитно-інвестиційного портфеля банку, на наш погляд, слід зробити таке:

1) з'ясувати чинники, що впливають на обсяги кредитно-інвестиційного портфеля банків;

2) проаналізувати структуру кредитно-інвестиційного портфеля вітчизняних банків та визначити її особливості на сучасному етапі розвитку банківської системи.

Інвестиційна діяльність банків має суттєве значення як для економіки країни в цілому, так і для самих банківських установ. Для економіки країни значення інвестиційної діяльності банків полягає в тому, що вони, акумулюючи фінансові ресурси фізичних і юридичних осіб, спрямовують грошові кошти в привабливіші види економічної діяльності, стимулюють розвиток реального сектору та соціальної сфери, забезпечують формування фінансових можливостей для підвищення добробуту в країні. З позиції окремого банку інвестиційна діяльність здійснюється з метою отримання прибутків від операцій з цінними паперами та для забезпечення участі в статутному капіталі інших підприємств і стратегічного контролю за їхньою власністю і діяльністю. Крім того, банки через інвестиційну діяльність в реальному секторі намагаються створити фінансово-промислові групи, корпорації, холдинги, в яких головним суб'єктом виступають банківські установи, що надають фінансові ресурси підприємствам реального сектору економіки, яких постійно бракує в українській економіці.

Отже, на підставі проведеного дослідження можна конкретизувати визначення кредитно-інвестиційного портфеля банку як цілеспрямовано сформованої сукупності об'єктів фінансового та/або реального інвестування, призначеної для реалізації попередньо розробленої стратегії, що визначає інвестиційну мету банку.

Формування кредитно-інвестиційного портфеля відбувається в межах визначеної банком структури капіталу на основі його кредитно-інвестиційного потенціалу. Фундаментом форму-

вання і використання кредитно-інвестиційного потенціалу виступають фінансові (банківські) ресурси або фінансовий потенціал, до складу якого входять: власний, залучений і позиковий капітал¹.

Економічним підґрунтям нарощування кредитно-інвестиційного потенціалу банківської системи є валові заощадження. Фундаментальні зрушення у структурі таких заощаджень в Україні відбулися впродовж 1998—2006 років, назагал сприяло розширенню кредитно-інвестиційного потенціалу вітчизняної банківської системи². Якщо у 1998 році державні заощадження становили 63 % валових заощаджень, то у 2009-му — лише 7 %. Частка підприємств й організацій у валових заощадженнях за вказаний період змінювалась, але протягом 2008—2009 роках мала усталену тенденцію збільшення їх до рівня 63,3 %.

Важливим структурним зрушенням є поступове зростання ролі фінансового сектора з 4 % у 2001 р. до 17,3 % у 2008 р. Така тенденція свідчить про відносне послаблення ролі держави у формуванні валових заощаджень і посилення позицій фінансового сектору³.

У зв'язку з цим дослідимо тенденції інвестиційної діяльності банків України (рис. 4.11).

Наведені показники дають підстави стверджувати, що від 2000 до 2008 року обсяги кредитно-інвестиційного портфеля банків України постійно збільшувалися. Найсуттєвіше зростання було зареєстровано у 2007 році, коли сумарний кредитно-інвестиційний портфель банків збільшився майже на 183 %. У 2008 та 2009 роках темпи зростання портфеля були суттєво меншими, ніж в інші роки, що було зумовлено розгортанням хвилі фінансово-економічної кризи, котра у другому півріччі 2008 року заторкнула економіку країни й передовсім банківські установи, які вкладали фінансові ресурси в економіку та зростання споживання населення. З 2000 до 2008 року кредитно-інвестиційний портфель збільшився у 36 разів. Це позитивно вплинуло як на розвиток економіки країни, так і на фінансово-господарське становище самих банків, які значно підвищили свою прибутковість. А від 2008 року намітилася тенденція щодо поступового згортання обсягів кредитно-інвестиційного портфеля банків.

¹ Воробйова О. І. Основи формування і використання кредитно-інвестиційного потенціалу банків України // ІНВЕСТИЦІЇ: практика та досвід. — 2010. — № 20. — С. 3—5.

² Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку: У 3-х т. / За ред. А. І. Даниленко. — К.: Фенікс, 2008. — Т. 2. — С. 250.

³ Там само.

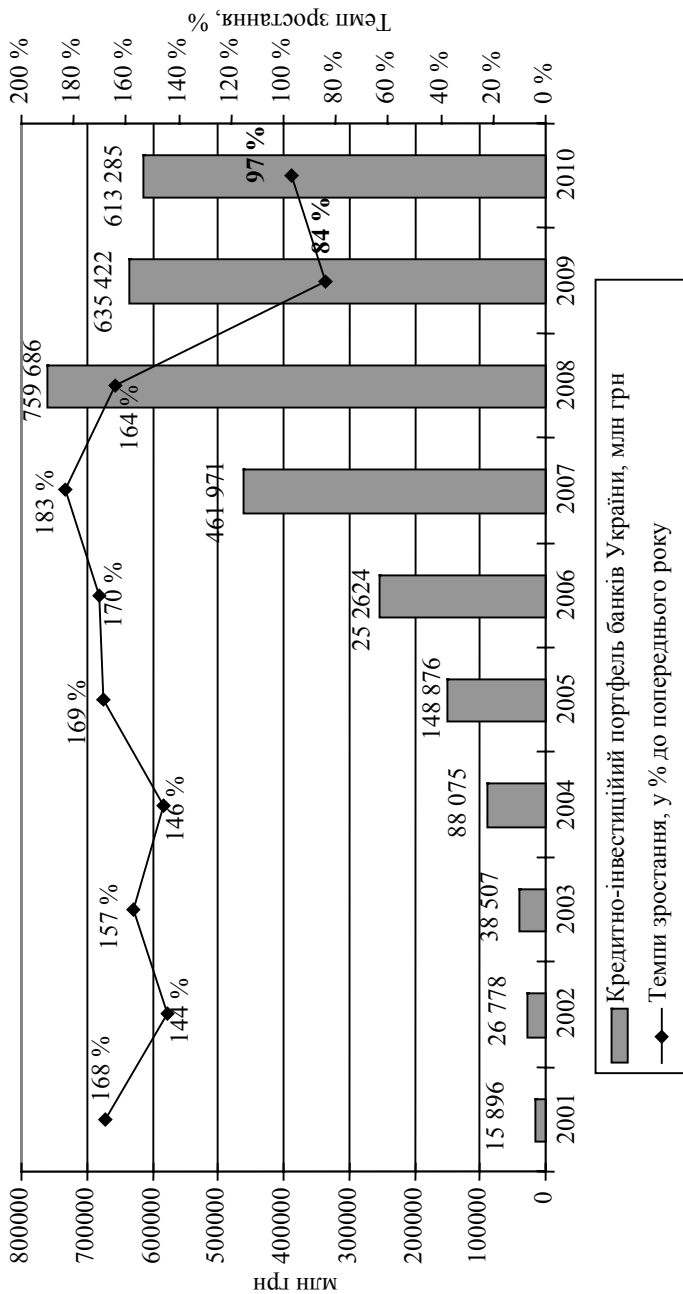


Рис. 4.11. Динаміка кредитно-інвестиційного портфеля банків України за 2000 — I півріччя 2010 року, млн грн

* Показники діяльності банків: активи та зобов'язання, капітал, структура кредитно-інвестиційного портфеля банку, депозити фізичних та юридичних осіб та фінансовий результат за період 2000—2009 роки. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Української асоціації банків. — Режим доступу: <http://www.aub.com.ua/ua/2009.html>.

Які ж чинники вплинули на зростання кредитно-інвестиційного портфеля банків України? Серед безлічі чинників можна звернути увагу на такі:

1) поступовий вихід економіки країни із занепаду, зростання обсягів промислового виробництва, покращення ситуації у будівництві, сільському господарстві та інших видах економічної діяльності;

2) підвищення доходів та рівня добробуту населення, що дало змогу збільшити залучення коштів населення для трансформації їх у заощадження й використання банками для формування своєї ресурсної бази та здійснення кредитно-інвестиційної діяльності;

3) підвищення загальної довіри з боку населення та юридичних осіб до банківської системи в цілому та до окремих банків зокрема;

4) підвищення рейтингу українських банків з боку іноземних рейтингових агенцій, що позитивно вплинуло на імідж вітчизняних банків у світі й дало змогу поступово збільшувати залучення коштів від іноземних фінансово-кредитних установ;

5) збільшення частки іноземного капіталу у складі вітчизняних банків;

6) поступове вдосконалення банківського законодавства в країні та наполегливість НБУ щодо підвищення капіталізації банків країни, що додатково посприяло формуванню фінансових можливостей українських банків щодо кредитно-інвестиційної діяльності;

7) зростання інфляційних процесів в Україні, що значно знецінювало грошові кошти й підвищувало грошову масу в обігу та давало змогу значно збільшувати обсяги банківських ресурсів для формування кредитно-інвестиційного портфеля;

8) зростання кількості банків та загострення загальної конкуренції між ними за клієнтів (фізичних та юридичних осіб);

9) запровадження в банківську практику нових кредитно-інвестиційних продуктів з метою розширення обсягів кредитно-інвестиційної діяльності;

10) поступове розширення вітчизняного фондового ринку, збільшення обсягів цінних паперів, зокрема акцій, облігацій, інвестиційних сертифікатів, що обертаються на ньому.

Зазначені чинники не вичерпують усіх чинників, що суттєво впливали на формування кредитно-інвестиційного портфеля банків. Утім, вони дають досить чітку картину причинно-наслідкових зв'язків зростання кредитно-інвестиційного портфеля банків України за 2000—2008 роки.

Але з 2009 року активні вкладання банків за цими напрямками скоротилися на 16 %, що пов'язано, зокрема, зі зміною монетарної політики у напрямі рестрикції, спричиненою світовою фінансовою кризою.

До внутрішніх причин, що вплинули на скорочення кредитно-інвестиційного портфеля комерційних банків, можна віднести:

1) монетарні обмеження НБУ, що постійно застосовувалися впродовж 2008 року для боротьби з інфляцією, необґрунтована ревальвація гривні (за недосягнення поставлених цілей) фактично спровокували макроекономічні загрози в Україні, вже достатньо загальмувавши економічну активність, відчутно погіршили можливості виходу з кризи;

2) прискорене нарощування обсягів зовнішньої заборгованості приватного сектору та високого рівня доларизації. Загальний борг країни сягнув \$100 млрд (на 1 липня 2008 р.), з них \$29 млрд — короткострокових боргів. Саме цей капітал (у разі раптового його відпливу) стає одним із чинників дестабілізації курсу національної валюти. (Міжнародні резерви Національного банку України на 1 жовтня 2009 року становили 37,5 млрд дол. США);

3) переоцінювання ризиків інвесторами, зумовлена зростанням проблемних кредитів на іпотечному ринку США, призвела до зростання вартості запозичень і обмеження доступу до зовнішніх кредитних ресурсів для країн з економіками, що розвиваються, включно з Україною.

Розглядаючи ринок кредитів, слід зазначити, що позитивним чинником від початку 2007 року залишалося збереження тенденцій до зростання обсягів довгострокових кредитів, вимоги банків за якими зросла за 2008 рік на 48,6 %, питома вага яких у загальному обсязі вимог збільшилася з 65 % до 70 %. Проте, як і в попередньому році, таке зростання мало радше споживчу, ніж інвестиційну спрямованість, оскільки заборгованість за довгостроковими кредитами, наданими фізичним особам, збільшувалася вищими темпами (від початку року — на 58,3 %), ніж за довгостроковими кредитами (понад 1 рік), наданими суб'єктам господарювання (на 41 %). За 2009—2010 роки питома вага довгострокових кредитів зменшувалася (рис. 4.12).

Отже, зростання кредитно-інвестиційного портфеля у 2000—2008 роках ще не означає, що банки використовували переважно більшість своїх ресурсів для інвестиційної діяльності. Якщо розглядати кредити банків за критерієм цільового спрямування вкладень, то, за даними НБУ, питома вага інвестиційної діяльно-

сті банків України з 2006 до 2008 року не перевищувала 22 % загального кредитно-інвестиційного портфеля.

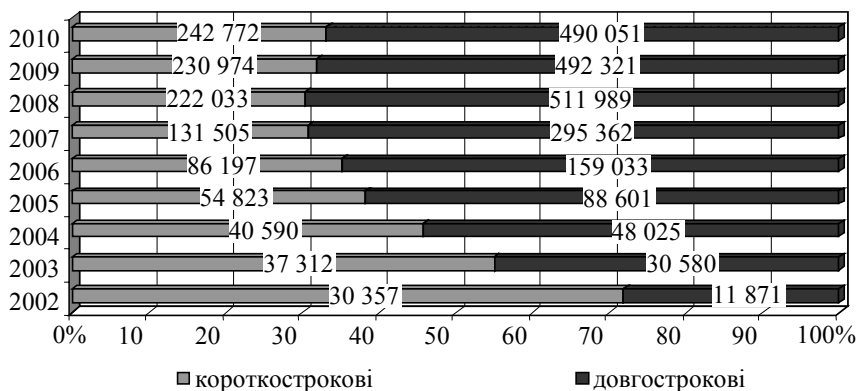


Рис. 4.12. Структура кредитів, наданих резидентам у розрізі термінів погашення за 2002 — I півріччя 2010 року, млн грн/відсотки

* Статистичний бюлетень Національного банку України [Електронний ресурс] / Режим доступу: [http : // www.bank.gov.ua / Statist/elbul.htm](http://www.bank.gov.ua/Statist/elbul.htm)

Переважна більшість кредитів надавалася установами банків на фінансування поточної діяльності суб'єктів господарювання, частка заборгованості за якими за 2008 рік становила 78,5 %. Однак у кредитній діяльності банків простежувалася стала тенденція до зростання обсягів кредитування інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання, що сприяло поступовому зростанню їхньої частки в загальному обсязі кредитних вкладень до 88,5 проти 23 млрд грн на кінець 2006 року (табл. 4.10). У 2010 році спостерігається тенденція до скорочення інвестиційної діяльності банків, що свідчить про стагнацію в реальному секторі економіки.

Утім попри перелічені позитивні чинники розвитку кредитування в Україні, інвестиційне кредитування банками й досі становить незначну частину кредитного портфеля банків. Хоча темпи розвитку довгострокового кредитування є випереджальними порівняно із короткостроковим, а обсяги довгострокового кредитування є більш як удвічі більшими за зобов'язання перед банками за короткостроковими кредитами, інвестиційне кредитування становить лише п'яту частину (21,8 %) за вимогами банків за довгостроковими кредитами.

Таблиця 4.10

**ПІТОМА ВАГА ВКЛАДЕНЬ БАНКІВ
В ІНВЕСТИЦІЙНУ ДІЯЛЬНІСТЬ НЕФІНАНСОВИХ КОРПОРАЦІЙ
ЗА 2006—2010 РОКИ, МЛН ГРН¹**

Період	Кредитно-інвестиційний портфель	Вкладання в інвестиційну діяльність	Питома вага вкладень в інвестиційну діяльність, %
2006	252 623,83	22 987,21	9,10
2007	461 970,80	43 204,75	9,35
2008	759 686,00	84 525,10	11,13
2009	635 422,01	88 456,14	13,92
2010	613 285,07	84 633,00	13,80

* Складено автором самостійно за джерелами:

1) Статистичний бюлетень Національного банку України [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/elbul.htm>

2) Показники діяльності банків: активи та зобов'язання, капітал, структура кредитно-інвестиційного портфеля банку, депозити фізичних та юридичних осіб та фінансовий результат за період 2000 — 2010 рр. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Української Асоціації банків. — Режим доступу: <http://www.aub.com.ua/ua/2010.html>.

Процес кредитування інвестиційних проектів назагал є ризиковим, тому інвестиційні кредити мають бути достатньо ліквідними, щоби покривати будь-який відплив коштів, витрати та збитки і при цьому забезпечувати прийнятний для акціонерів банку розмір прибутку¹.

Досліджуючи окремо кредитні вкладення банків України, слід зазначити, що переважна кількість кредитів спрямовується в поточну діяльність підприємств (рис. 4.13).

Дослідження довели, що в процесі формування кредитно-інвестиційного портфеля, що містить інвестиційні позики, передусім необхідно враховувати кредитний ризик, за якого позичальник не зможе погасити свій борг, та відсотковий ризик — ризик змін відсоткових ставок, що може негативно позначитися на прибутку банку².

¹ Воробйова О. І. Аналіз тенденцій в інвестиційній діяльності банків України / О. І. Воробйова // Економіка й управління. — 2009. — № 1. — С. 10—16.

² Притула Н. І. Аналіз структури кредитно-інвестиційного портфеля банків / Н. І. Притула, В. М. Корнієнко // Наука й економіка. — 2010. — № 1. — С. 50—57.



Рис. 4.13. Структура кредитів, наданих нефінансовим корпораціям за цільовим спрямуванням за 2006—2010 роки, %*

* Статистичний бюлетень Національного банку України [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Statist/elbul.htm>.

Поряд із проблемою мінімізації інвестиційних ризиків у фінансовому полі проблем постає ще одна — недостатність інвестиційно-фінансових ресурсів, збалансованих за ліквідністю. Нагальним є питання розв’язання проблеми подолання дефіциту інвестиційних ресурсів у реальному та фінансовому секторах економіки, підвищення конкурентного статусу банків на інвестиційному ринку. Пріоритетним напрямом активізації інвестиційної діяльності вітчизняних банків у найближчій перспективі відповідно є розвиток фондового ринку за рахунок суттєвого розширення асортименту фінансових інструментів¹.

Актуальною проблемою для сфери банківського інвестування в Україні залишається недосконалість системи нормативно-правового забезпечення, відсутність чіткості, стабільності та системності, в якій наявність внутрішніх суперечностей обмежує можливості як розвитку нових перспективних сегментів банківського інвестування, так і активізації в них безпосередньо банківських установ.

Тому необхідним є удосконалення чинної нормативно-правової бази, що стосується інвестиційної діяльності банків в

¹ Воробйова О. І. Аналіз тенденцій в інвестиційній діяльності банків України / О. І. Воробйова // Економіка и управление. — 2009. — № 1. — С. 10—16.

Україні з метою визначення статусу, повноважень банку та визначення дозволених інвестиційних ресурсів, необхідних для ефективної діяльності банків України на інвестиційному ринку.

За досліджуваний період мали місце коливання питомої ваги інвестицій у цінні папери в складі кредитно-інвестиційного портфеля. Найбільші вкладання інвестицій у цінні папери спостерігалися у 2001, 2003 та 2005 роках. Найменші показники були у 2006 та 2007 роках. Проте абсолютні показники інвестування ресурсів банків у цінні папери поступово збільшувалися (табл. 4.11).

Таблиця 4.11

**ДИНАМІКА ІНВЕСТИЦІЙ БАНКІВ УКРАЇНИ
В ЦІННІ ПАПЕРИ ЗА 2006—2010 РОКИ***

Рік	Інвестиції в цінні папери банками України, млн грн	Темпи зростання, у % до попереднього року
2000	1058,42	—
2001	3140,12	296,68
2002	2656,11	84,59
2003	5903,82	222,27
2004	7451,82	126,22
2005	13 465,63	180,70
2006	13 319,09	98,91
2007	25 787,71	193,61
2008	38 577,25	149,60
2009	35 198,61	91,24
2010	63 697,31	180,97

* Джерело: Показники діяльності банків: активи та зобов'язання, капітал, структура кредитно-інвестиційного портфеля банку, депозити фізичних та юридичних осіб та фінансовий результат за період 2000—2009 роках. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Української Асоціації банків. — Режим доступу: <http://www.aub.com.ua/ua/2010.html>.

За 10 років (від 2000 до 2009) обсяги інвестицій у цінні папери збільшилися майже у 33,3 раза. Причому тільки у 2002, 2006 та 2009 роках порівняно із попередніми роками обсяги інвестицій у цінні папери зменшувалися. Це було зумовлено змінами пріоритетів банків від інвестування на користь кредитування у зв'язку зі змінами в економіці країни, що давало змогу банкам країни

отримувати більші суми прибутків, передусім від кредитної діяльності, зокрема при кредитуванні юридичних осіб (2002 р.), та збільшення кредитування фізичних осіб від 2006 року. Винятком є тільки 2009 рік, коли скорочувалися як кредитні вкладення, так і інвестиції в цінні папери. Упродовж 2010 року спостерігається збільшення вкладень банків у цінні папери на 80 %, але це пов'язано перш за все з інвестиціями в державні цінні папери.

Загальний тренд питомої ваги інвестицій у цінні папери в складі кредитно-інвестиційного портфеля банків за 2000—2010 роки мав негативну тенденцію, що дає підстави стверджувати, що вітчизняні банки не приділяють значної уваги інвестиційній діяльності, а зосереджуються на кредитних операціях, для чого є і об'єктивні, і суб'єктивні умови розвитку як самих банків, так і вітчизняної економіки (рис. 4.14).

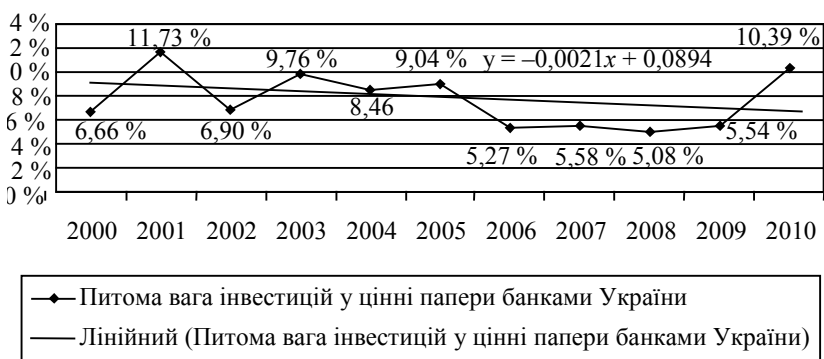


Рис. 4.14. Динаміка питомої ваги інвестицій у цінні папери в складі інвестиційно-кредитного портфеля банків України за 2000—2010 роки

* Показники діяльності банків: активи та зобов'язання, капітал, структура кредитно-інвестиційного портфеля банку, депозити фізичних та юридичних осіб та фінансовий результат за період 2000—2009 рр. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Української Асоціації банків. — Режим доступу: <http://www.aub.com.ua/ua/2010.html>.

Серед виявлених чинників впливу на інвестиції вітчизняних банків у цінні папери як одну з основні складові кредитно-інвестиційного портфеля можна вважати таке:

1) кредитна й інвестиційна діяльність банків становить підґрунтя формування банківських прибутків, тому банківські установи постійно змінюють свої пріоритети залежно від можливостей отримати більше прибутків від кредитних чи інвестиційних операцій;

2) хоча кредитно-інвестиційна діяльність є невіддільною частиною активних операцій банків, завжди необхідно мати на увазі, що банки віддають перевагу кредитним операціям, ніж інвестиційним, що зумовлене стабільнішими прибутками та меншим рівнем ризику, ніж за інвестування коштів у цінні папери;

3) коливання питомої ваги інвестицій у цінні папери також залежать від впливу політичних, макро- і мікроекономічних та правових чинників, які постійно змінюються в соціально-економічній системі України та впливають на поведінку не лише вітчизняних банків, а й інших суб'єктів економічних відносин у країні;

4) інвестування в цінні папери в Україні не дає значних прибутків, особливо в довгостроковій перспективі внаслідок нерозвиненого фондового ринку, відсутності значних обсягів прибуткових цінних паперів, що спонукає банки зменшувати обсяги інвестицій на користь кредитних операцій;

5) інвестиції в цінні папери вимагають значної підготовки кваліфікованих фахівців з питань фондового ринку, що суттєво підвищує витрати банків на інвестування без відповідних гарантій отримання прибутків;

6) збільшення чи зменшення інвестицій у цінні папери залежить від можливостей банків здійснювати ефективне формування ресурсної бази й кредитування фізичних та юридичних осіб;

7) великі банки української банківської системи, за винятком одиниць, віддають перевагу кредитним операціям перед інвестиційними з огляду на менший ризик, водночас банки з меншими обсягами активів, які мають незначні можливості для прибуткового кредитування, з метою отримання більшої суми прибутків йдуть на додаткові ризики та вкладають свої кошти в інвестиційні операції.

Отже, важливою умовою фінансової стабільності банків та їхнього успішного розвитку є не лише збалансоване зростання кредитно-інвестиційного портфеля, а й наявність раціональної його структури та прогресивних структурних зрушень, спрямованих на диверсифікацію активних банківських операцій.

Склад і характер кредитно-інвестиційного портфеля банку зумовлюється обраною банком кредитно-інвестиційною політикою та метою, яку поставлено у процесі його формування й управління.

Причин низької інвестиційної активності українських комерційних банків кілька. Пояснюються вони переважно недосконалістю внутрішнього фондового ринку, значним регулятивним

впливом на ринок з боку держави. Як наслідок — незначні обсяги операцій та низька ліквідність цього сегмента фінансового ринку, де більшість цінних паперів не мають регулярних котирувань; неможливість формування адекватного масиву історичних даних (статистичної вибірки), необхідного для отримання достовірних результатів статистичними методами аналізу; брак надійних інвестиційних рейтингів внутрішніх емітентів цінних паперів. З осені 2008 року додався ще один чинник — світова фінансова криза.

Недосконалість українського фондового ринку не дає змоги банкам активніше брати участь в інвестуванні в цінні папери. Для них за останні три роки (2006—2008) більш привабливим було кредитування, відтак питома вага інвестицій у цінні папери поступово скорочувалася. Навіть банки з малими обсягами активів у 2007—2008 роках приділяли значну увагу кредитуванню, обмежуючи свої інвестиції на фондовому ринку.

Зрештою в країні склалася парадоксальна ситуація. З одного боку, потрібні інвестиції в реальний сектор економіки, які можуть туди потрапити завдяки своєчасному інвестуванню банками коштів у цінні папери емітентів з реального сектору. З іншого боку, незначний обсяг привабливих цінних паперів унеможливорює ефективне інвестування банками своїх ресурсів через фондовий ринок у реальну економіку. Відтак для поліпшення ситуації на інвестиційному ринку країни необхідно всебічно розвивати вітчизняний фондовий ринок. Оздоровлення ситуації на українському фондовому ринку є запорукою активізації на ньому банків.

Можна передбачити, що за темпами скорочення обсягів бюджетного фінансування економіки України роль банківських інвестицій у забезпеченні структурних перетворень інвестиційної сфери неухильно зростатиме, а сама банківська система має бути готовою до здійснення великомасштабних інвестицій, у тому числі безпосередньо у виробництво. Банківські інвестиції, що перебувають у тісному взаємозв'язку з монетарним сектором економіки, здатні суттєво впливати на стан економічної рівноваги.

На підставі проведених досліджень можна зробити певні висновки:

- 1) конкретизовано визначення кредитно-інвестиційного портфеля банку як цілеспрямовано сформованої сукупності об'єктів фінансового та/або реального інвестування, призначеної для реалізації попередньо розробленої стратегії, що визначає інвестиційну мету банку;

2) виокремлено основні складові кредитно-інвестиційного портфеля;

3) формування кредитно-інвестиційного портфеля відбувається в межах визначеної банком структури капіталу на базі його кредитно-інвестиційного потенціалу. На основі проведеного дослідження виокремлено тенденцію щодо відносного послаблення ролі української держави у формуванні валових заощаджень як економічного підґрунтя нарощування кредитно-інвестиційного потенціалу банківської системи та посилення позицій вітчизняного фінансового сектору;

4) інвестиційна активність банків України від 2000 до 2008 року поступово скорочувалася через зміни пріоритетів банків на користь кредитування; період 2008—2010 років характеризувався відчутним впливом фінансової кризи, що призвело до скорочення кредитно-інвестиційного портфеля банків за всіма складовими;

5) особливістю формування кредитно-інвестиційного портфеля банків України є те, що відбувається воно переважно за рахунок кредитних ресурсів як його головної складової;

6) підсилення інвестиційної складової частини активів кредитно-інвестиційного портфеля банків України можливе лише за умови подальшого розвитку вітчизняного фондового ринку, стабілізації фінансової ситуації в країні, виходу на ринок цінних паперів привабливіших емітентів з акціями та облігаціями реальної економіки.

4.4. Регулювання інвестиційної діяльності банку

С. В. Онікієнко

Оскільки ми маємо намір розглянути інвестиційну діяльність банку, тут треба визначитися з тим, яку діяльність для комерційного банку можна вважати інвестиційною. Ознаки для ідентифікації інвестиційної діяльності банку ми можемо взяти із Закону України «Про інвестиційну діяльність», згідно з якими «інвестиціями є усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток або досягається соціальний ефект». А далі по тексту Закону наводиться перелік таких цінностей. Отже, нормотворець, намагаючись дати визначення інвестиціям, дійшов висновку, що це цінності, які вкладаються в

об'єкти підприємницької діяльності, а результатом цього вкладання є прибуток або соціальний ефект. Ми не будемо далі кристикувати це визначення, оскільки воно хоча і є єдиним законним, проте має дуже мало спільного з елементарною економічною теорією. Утім, наведений у законі перелік цінностей дає нам змогу перевести дискусію стосовно того, яка ж діяльність для банку є інвестиційною, в суто економічну площину. Закон зазначає, що «такими цінностями можуть бути:

- грошові кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери;
- рухоме та нерухоме майно;
- майнові права, що випливають з авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності;
- сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної інформації, навичок та виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виробництва;
- права користування землею та інші цінності».

Цей перелік, а радше його наявність, на нашу думку, може суттєво допомогти у визначенні ознак саме інвестиційної діяльності. Насамперед розглянемо сукупний зміст усіх позицій «цінностей» з точки зору бухгалтерського обліку. Якщо ці цінності вкладено, то їх вкладання дістане відображення з лівого боку балансу підприємства — в активах. А якщо упорядкувати цінності з переліку за показником ліквідності, то ми формально відтворимо базову структуру активів будь-якого підприємства. А буде це комерційний банк чи ковбасна фабрика — залежатиме від питомої ваги й різноманітності груп активів. Отже, першою (необхідною) ознакою інвестиційної діяльності є вкладання цінностей в активи — придбання активів. Під придбанням активів ми маємо на увазі лише обмін одного активу на інший (один з активів може бути грошима, обидва активи не в грошовій формі чи обидва є різними валютами). Проте і самі цінності, що вкладаються, до моменту вкладання були активами. Очевидно, немає вигоди від обміну одного активу на інший, крім випадку, коли обмін активами забезпечує сторонам угоди придбання активу, ринкова вартість якого буде більшою, за той, на який він був виміняний. Таким чином, другою (достатньою) ознакою інвестиційної діяльності є максимізація ринкової вартості активів (багатства). Тепер після невеликого аналітичного дослідження ми можемо синтезувати економічне визначення інвестиційної діяльності.

Діяльність, об'єктом якої є активи, а метою — максимізація ринкової вартості активів (багатства), називається інвестиційною.

Отже, де факто розділ «активи» балансу і є формалізованим відображенням інвестиційної діяльності, відповідно — «зобов'язання і власний капітал» відображають результати фінансової діяльності.

Запропонований нами підхід чудово спрацьовує в рамках суб'єктно зорієнтованого підходу. Якщо ми розглянемо підприємство з точки зору інвестора-власника, то всі активи підприємства належатимуть йому — власнику, а всі зобов'язання підприємства є, фактично, зобов'язаннями підприємства, власником якого є інвестор, перед контрагентами підприємства.

Отже, з точки зору власника банку — акціонера під інвестиційною діяльністю банку слід розуміти будь-які активні операції банку, що мають призвести до максимізації вартості активів банку. Звісно, такий розширений підхід дещо суперечить загальноприйнятому. Ця суперечливість дістає відображення в тому, що ми не зводимо перелік об'єктів інвестиційної діяльності банку лише до фінансових інструментів, представлених в інвестиційному і торговому портфелях банку, а розглядаємо як інвестиційний портфель усі активи банку: фінансові інструменти торгового портфеля банку, кредитний портфель банку, фінансові інструменти інвестиційного портфеля і основні засоби.

Дещо по-іншому виглядає інвестиційна діяльність банку за стандартного підходу. Якщо з активів банку ми виключимо кредитний портфель, тоді у нас залишаться портфель фінансових інструментів і основні засоби. Прийнято вважати, що основні засоби банку не є активною складовою політики управління інвестиціями. Отже, формою реалізації інвестиційної діяльності банку з точки зору самого банку в рамках стандартного підходу є портфель, що складається з фінансових інструментів.

Таким чином, постає питання стосовно того, чи існує необхідність в управлінні (і, відповідно, регулюванні) всіма активами банку в рамках теорії інвестиційного портфеля (розширений підхід), або ж варто окремо розглядати наперед визначенні групування активів банку (стандартний підхід): інвестиційний портфель банку, кредитний портфель банку та портфель реальних активів банку. Другий підхід на практиці використовується значно частіше: існують науково обґрунтовані і практично випробувані, виокремлені методики управління і регулювання згаданих портфелів.

Для розуміння цілей регулювання і пошуку методів та інструментів треба визначитися з метою (або цілями) регулювання діяльності комерційного банку.

У рамках системного підходу під регулюванням розуміють особливий випадок управління, коли воно зводиться до забезпечення потрібних значень змінних, суттєвих для функціонування об'єкта управління при зміні зовнішнього середовища. На відміну від управління в широкому сенсі, для регулювання характерна не тільки квантифікованість суттєвих змінних, а й досить висока визначеність (детерміністська або стохастична) їхніх залежностей від керівних впливів, а також обмеження на передбачувані зміни середовища і їхню можливу величину. Отже, регулювання, а точніше, регулювальні впливи, мають повертати об'єкт управління, в нашому випадку банк, до набору наперед бажаних його станів після того, як об'єкт регулювання зазнав впливу чинників економічного середовища. Така постановка питання вимагає одразу визначитися з тим, яке становище банку (що описується групою показників) слід вважати бажаним.

Практика стосовно бажаних показників діяльності банку викладена в постанові Національного банку України «Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні» від 28.08.2001 року № 368¹. Згідно із зазначеною інструкцією до комерційного банку висувають такі обов'язкові економічні нормативи регулювання діяльності:

- норматив мінімального розміру регуляторного капіталу (H1);
- норматив адекватності регулятивного капіталу (норматив платоспроможності) (H2);
- норматив співвідношення регуляторного капіталу до загальних активів (H3);
- норматив миттєвої ліквідності (H4);
- норматив поточної ліквідності (H5);
- норматив короткострокової ліквідності (H6);
- норматив максимального розміру кредитного ризику на одного емітента (H7);
- норматив великих кредитних ризиків (H8);
- норматив максимального розміру кредитів, гарантій та поручительств, наданих одному інсайдеру (H9);

¹ Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні: затв. постановою Національного банку України № 368 від 28.08.2001 року / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0841-01>

- норматив максимального розміру кредитів, гарантій та поручительств, наданих інсайдерам (Н10);
- норматив інвестування в цінні папери окремо за кожною установою (Н11);
- норматив загальної суми інвестування (Н12);
- норматив ризику загальної відкритої (довгої / короткої) валютної позиції (Н13-1);
- норматив ризику довгої відкритої валютної позиції (Н13-2);
- норматив ризику короткої відкритої валютної позиції (Н13-3).

Отже, Національний банк України визначився з п'ятнадцятьма нормативами. Для кожного нормативу регулятор пропонує нормативне значення (обмеження за верхньою або нижньою межею).

Для нас у цьому переліку важливими є нормативи Н11 та Н12 (табл. 4.12).

Метою нормативу Н11, очевидно, є намагання Центрального банку підтримати певний бажаний рівень диверсифікації інвестиційного портфеля. Проте виникає питання стосовно того, чи насправді саме 15 % — це та межа, за якою для банку виникає певний неприйнятний рівень ризику.

Таблиця 4. 12

**ОБОВ'ЯЗКОВІ ЕКОНОМІЧНІ НОРМАТИВИ РЕГУЛЮВАННЯ
ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ**

Норматив	Методика розрахунку	Нормативне значення
Норматив інвестування в цінні папери окремо за кожною установою (Н11)	$H11 = \frac{\text{Інвестування коштів в одну установу}}{\text{Регулятивний капітал банку}} \times 100\%$ <p>Співвідношення розміру коштів, що інвестуються на придбання акцій (паїв, часток) окремо за кожною установою, до регулятивного капіталу банку</p>	Не має перевищувати 15 %
Норматив загальної суми інвестування (Н12)	$H12 = \frac{\text{Загальна сума усіх інвестованих банком коштів}}{\text{Регулятивний капітал банку}} \times 100\%$ <p>Співвідношення суми коштів, що інвестуються на придбання акцій (паїв, часток) будь-яких юридичних осіб, до регулятивного капіталу банку</p>	Не має перевищувати 60 %

Норматив Н12 вимагає, щоб загальна сума інвестицій не перевищувала 60 % від величини регуляторного капіталу. Обґрунтування саме цих значень питомої ваги, на жаль, не наводиться в жодному нормативному акті Національного банку України. Очевидно, що ці нормативи не можна вважати саме тим, що необхідно для успішного функціонування комерційного банку в Україні. Ці нормативи радше відображають інтереси самого центрального банку і це — природний стан речей. Основою такого твердження є те, що регулювання складної економічної системи — складовою якої є комерційний банк — має відображати інтереси всіх учасників. Крім центрального банку існують й інші зацікавлені в регулюванні сторони (рис. 4.15).

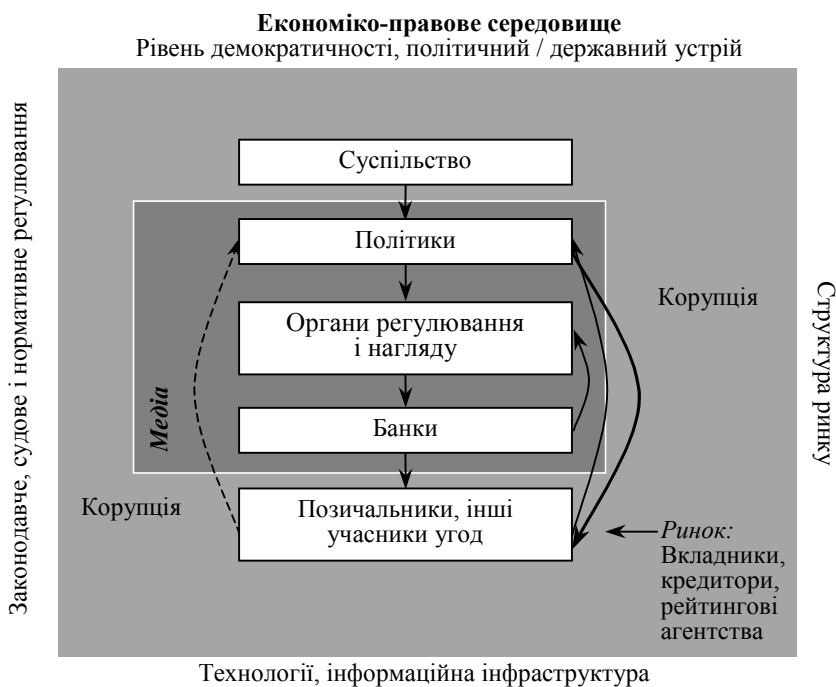


Рис. 4.15. Система банківського регулювання*

* Розроблено автором.

Підхід до оцінювання успішності функціонування банку з точки зору його власників має певну специфіку. Власне, жоден із наведених нами нормативів безпосередньо не цікавить власника

банку. Власники взагалі оцінюють банк абсолютно в іншій, якщо можна так сказати, «системі координат» — вартісній. Їх цікавить насамперед поточна ринкова ціна акцій — безупинне її зростання з показником темпу приросту ринкової ціни, більшим порівняно з іншими доступними інвесторів альтернативами, або ж зростання абсолютної величини дивідендів та темпу приросту дивідендів. Власник банку (він же — акціонер) не переймається виконанням нормативів центрального банку. Цю ситуацію слід розглядати не як ігнорування вимог регулятора інвестором, а як факт делегування зобов'язань з виконання цих вимог від власників банку менеджменту банку.

Зазначимо, що виконання нормативних вимог регулятора не гарантує безпечності функціонування банку. Зовнішні нормативи радше виступають у ролі системи оповіщення про досягнення банком передкризового стану. Для недопущення таких станів банки з власної ініціативи розробляють і впроваджують систему пруденційного регулювання, сутність якої полягає в саморегулюванні банку щодо захисту інтересів вкладників.

Перевагами пруденційного регулювання можна вважати те, що банк як самостійний агент ринку найкраще знає свої проблеми і може сам регулювати свою діяльність, самостійно розробляючи власну систему нормативів і контролюючи їх виконання. У цьому випадку зовнішній норматив виступає лише як формальний обмежувальний показник.

Суб'єктно орієнтована двоїстість у регулюванні змушує менеджмент банку приймати рішення, спрямовані на пошук компромісу в дилемі «ризик-дохідність». Центральний банк, як регулятор, встановлюючи нормативи, намагається мінімізувати ризики, а інвестори вимагають від менеджменту банку максимізувати дохідність.

На цьому етапі дослідження ми виходитимемо з положення, що необхідність в регулюванні інвестиційної діяльності комерційного банку виникає тоді, коли наслідки цієї діяльності можуть містити загрозу стабільному функціонуванню банку через ризики для банку, які цю діяльність супроводжують.

Банківська діяльність за своєю природою є подвійною: по-перше, залучення коштів у вигляді депозитів із подальшою виплатою відсотків і поверненням сум депозитів; по-друге, надання кредитів із подальшим їх поверненням позичальником. У сенсі залучення сировини і матеріалів (депозити) та дистрибуції продукту (кредити і інвестиції) ця діяльність схожа на будь-яку іншу. Проте така подібність стосується лише однієї фази цієї дво-

тактої операції. Виробнича компанія має сплатити за сировину і матеріали впродовж певного часу й очікує надходжень коштів за реалізовану продукцію через певний проміжок часу. Такі часові взаємовідносини існують тільки на стороні активів балансу комерційного банку. На іншій стороні вкладники, у більшості випадків, мають змогу вимагати повернення своїх коштів у будь-який момент, і такі вимоги можуть виникнути коли завгодно на проміжку від одного дня до десятка років. А ось банк має «працевлаштувати» ці активи таким чином, щоб задовольнити потребу в коштах у разі виникнення в них потреби в цьому діапазоні. Крім того, банк має мати достатньо коштів, які можуть бути використані для задоволення потреб ринку в кредитуванні.

Загалом комерційні банки мають бути готовими як до задоволення потреб вкладників, так і до виконання взятих на себе зобов'язань з надання кредитів. У цьому випадку замало просто мати наявні кошти для виконання вимог як вкладників, так і кредиторів — до уваги слід взяти такий чинник, як дохідність. Ліквідні активи мають бути суб'єктом мінімізації можливих втрат за кредитним або ринковим ризиком. Такі активи повинні мати високу якість і відносно невеликий термін до погашення.

Функція підтримки ліквідності для виконання вимог за депозитами має назву «захисна ліквідність». Термін «кредитна ліквідність» використовують для опису функції підтримки ліквідних коштів для задоволення потреб у кредитуванні¹. Таким чином, перш ніж менеджмент банку почне розробляти засади інвестиційної політики, він має визначитися з вимогами до ліквідності. Надлишкова ліквідність або її нестача можуть призвести до прийняття неприбуткових рішень.

Отже, інвестиційна діяльність комерційного банку, з точки зору регулювання, за своєю природою може розглядатися як похідна від намагання комерційного банку підтримати показники ліквідності: у разі загрози дострокового закриття депозитних рахунків комерційний банк реалізує цінні папери, що перебувають в його власності, а в разі неможливості розміщення запозичених коштів — купує фінансові інструменти, капіталізуючи надлишок ліквідності. Звісно, існує і третій варіант: банк свідомо вкладає кошти у фінансові інструменти, очікуючи від такої діяльності більшого рівня дохідності ніж від основного напрямку своєї діяльності — кредитування. Проте, в цьому випадку комерційний

¹ Lyon R. A., *Investment Portfolio Management in the Commercial Bank*, — Rutgers University Press; New Brunswick, New Jersey: 1960. P. 10—11.

банк починає діяти як інвестиційний, приймаючи на себе ризики фондового ринку. Де факто переорієнтація комерційного банку з кредитування на операції з інвестування в фінансові інструменти перетворює його на інвестиційний банк, що веде до зміни структури активів банку і, відповідно, до зміни парадигми ризик-менеджменту: домінантним ризиком стає вже не кредитний ризик, а ринковий.

Під ринковим ризиком прийнято розуміти ризик втрат банку внаслідок зміни відсоткових ставок, курсів валют, цін на акції і товарних цін¹.

Ринковий ризик складається з таких компонентів:

- Ризик зміни відсоткової ставки відображає обсяг потенційних втрат у результаті зміни відсоткових ставок. Ризик виникає тому, що банківські активи (кредити і облігації) зазвичай мають значно довший термін до погашення, ніж банківські зобов'язання (депозити). Цей ризик може бути концептуалізований двома шляхами. По-перше, якщо відсоткові ставки зростають, вартість довгострокових активів буде показувати тенденцію до падіння, більшу, ніж вартість короткострокових зобов'язань, зменшуючи, таким чином, вартість акцій банку. По-друге, якщо відсоткові ставки зростають, банк буде вимушений сплачувати вищі відсоткові ставки за своїми депозитами задовго до того, як будуть погашені довгострокові позики і з'явиться можливість замінити наявні позики новими, які забезпечать дохідність за вищою відсотковою ставкою.

- Ризик акцій відображає обсяг потенційних втрат у результаті зміни ціни акції, так само, як і ціни частки або паю в акціонерному капіталі.

- Ризик зміни курсу валют відображає обсяг потенційних втрат у вартості активів і зобов'язань банку в разі коливань валютних курсів. Банки купують і продають іноземну валюту від імені своїх клієнтів або для задоволення особистих потреб.

- Ризик зміни товарної ціни відображає обсяг потенційних втрат від зміни ціни товару. Існують різні типи товарних груп, торги за якими можуть здійснюватися як на біржовому, так і на позабіржовому ринку: біржові контракти на сільськогосподарські товари (зерно, кукурудза, соя тощо), банківські метали (золото, платина, срібло), промислові матеріали (метали, сировина для хімічної промисловості), енергоносії (природний газ, сира нафта).

¹ Apostolik R., Donohue C., Went P., *Foundation of Banking Risk*. — John Wiley & Sons Inc., 2009, Hoboken, New Jersey.

Вартість товарів змінюється значною мірою залежно від попиту і пропозиції.

Для вимірювання ринкового ризику свого портфеля комерційні банки зазвичай використовують концепцію, яка називається ризикова вартість — value-at-risk (VaR). VaR забезпечує кількісну відповідь на запитання: «Скільки ми можемо втратити наступного дня (або тижня, місяця, року)?» Формально VaR визначається як очікувані втрати за специфічного рівня достовірності (наприклад, 95 %) упродовж наперед визначеного інтервалу часу (наприклад, 1 день). Слід зазначити, що VaR не дає значення втрат у найгіршому із варіантів перебігу подій, але замість цього використовує рівень достовірності в 95 % або вище. З ймовірністю 99 %, наприклад, VaR може оцінити рівень втрат упродовж 99 % часового проміжку, хоча справжній обсяг втрат буде меншим за отриманий показник.

Наведемо приклад. Нехай фахівці департаменту управління ризиками ПАТ «А-Банк» розрахували, що одноденне значення VaR для ринкового ризику становить 3 млн грн. Це значить, що існує 1 % ймовірність, що ринок піде проти банку (інвестиційного портфеля банку) і банк може втратити понад 3 млн грн. Це також означає, що існує ймовірність 99 %, що втрати становитимуть менше, ніж 3 млн грн наступного дня. За термінами VaR (1 день, 99 % достовірності) VaR становить 3 млн грн.

Розрахунок VaR включає детальне вивчення поточних позицій та оцінювання розподілів можливих величин надходжень за портфелем у наступному проміжку часу (для ринкового ризику таким типовим проміжком є один день).

Рис. 4.16 унаочнює розподіл прибутку для портфеля банку.

Інтерпретація цього рисунка така. На горизонтальній вісі (абсцис) відзначають майбутні надходження і втрати. Втрати відкладають зліва від нуля, а прибутки — праворуч. Площа під кривою показує відповідні їм суми. У разі конкретного виграшу або втрати висота кривої відображає ймовірність цього виграшу чи втрати.

Для ПАТ «А-Банк» на наведеному рисунку пропонується графічна інтерпретація VaR. Для лінії, яка позначає рівень 95 % ймовірності, вона становить 2 млн грн. Затемнена площа під кривою зліва від позначки 5 % показує, що існує 5-тивідсоткова ймовірність того, що втрати можуть перевищити 2 млн грн. Таким чином, одноденне значення VaR (95 %, 1 день) становитиме 2 млн грн. Далі вліво — при значенні у 3 млн грн нанесена лінія 99 % ймовірності. Площа під кривою зліва від цієї лінії становить

1 % площі, обмеженої кривою, і показує, що існує 1 % ймовірність того, що втрати можуть перевищити 3 млн грн і що VaR (99 %, 1 день) становитиме 3 млн грн.

При розрахунку VaR виникає потреба в оцінюванні розподілу прибутку і підходів, які включають використання певної кривої розподілу ймовірностей — такої як крива нормального розподілу — з метою моделювання можливих надходжень і витрат. Інші підходи також дають змогу оцінити можливі надходження і витрати і включають крупномасштабні симуляції потенційних випадкових результатів і використання історичних значень прибутку для передбачення надходжень і витрат. У разі впровадження VaR-системи, ризик-менеджери мають усвідомлювати як переваги, так і недоліки наявних підходів.

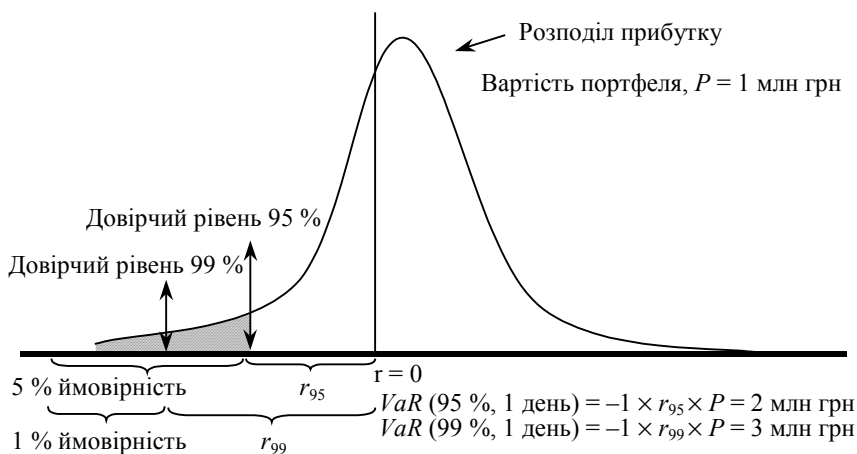


Рис. 4.16. Графічна інтерпретація VaR*

* Розроблено автором.

VaR є досить загальною концепцією, за допомогою якої можна отримати чіткий і стислий моментальний профіль ризику банківського портфеля. VaR можна широко застосовувати для управління ризиками, включно з ринковим, кредитним і операційним.

VaR як концепція має певні недоліки, на які треба звернути увагу:

- VaR вимірюється із помилкою оцінювання. Це значить, що оцінений розподіл прибутку є результатом використання кількис-

ної моделі, яка зазвичай спирається на спрощувальні припущення і, таким чином, не є точним описом переліку можливих наслідків;

- VaR не дає жодної інформації стосовно обсягів втрат, які вона перевищує. Це означає, що якщо величина втрат не перевищує величину VaR, VaR не дає жодної інформації стосовно того, наскільки великими можуть бути втрати. Ризик-менеджери прийматимуть рішення стосовно діапазона рівнів достовірності для ліпшого розуміння рівня можливих втрат і альтернативних показників ризику;

- І, що найважливіше, VaR не дає інформації стосовно втрат у найгіршому з випадків, а лише стосовно втрат за найгіршим варіантом для наперед визначеного рівня достовірності.

Стрес-тестування й аналіз сценаріїв

Хоча показник 99 % VaR може покрити широкий спектр усіх можливих наслідків, ризик-менеджери мають звернути особливу увагу на той 1 % наслідків, що залишилися, бо ці наслідки можуть призвести до виникнення серйозних фінансових проблем у банку. Стрес-тестування й аналіз сценаріїв є важливими інструментами будь-якої системи управління ризиками, що дають змогу зрозуміти, яким чином поведе себе інвестиційний портфель (а в загальному випадку — портфель активів) в екстремальних випадках.

Стрес-тестування передбачає розгляд випадків зміни значень окремих величин, таких як раптова зміна відсоткової ставки чи індексу акцій. Аналіз сценаріїв дає змогу оцінити поведінку портфеля за несприятливих умов або за гіпотетичних чи історичних.

На нашу думку, одним із найкращих сценаріїв, який може використати ризик-менеджер для тестування портфеля акцій, буде модель останньої фінансової кризи. Інші сценарії могли б базуватися на моделях природних катастроф, війн, змін політичної ситуації, — тобто на будь-яких подіях, що могли справити суттєвий ефект на ринкові ціни.

Для зменшення ринкового ризику банк може скористатися хеджуванням. Коли банк хоче хеджувати позицію, він має підібрати такий фінансовий інструмент, який зможе компенсувати втрату вартості ризикового активу. Зазвичай хеджування передбачає придбання деривативу, що дзеркально відображає зміну вартості ризикового активу.

Наприклад, якщо комерційний банк є власником акцій підприємства, опціон може відтворити вартість цього активу. Якщо вартість активу зростає, так само змінюється і вартість опціону; напрям

зміни залежить від типу опціону. Якщо вартість активу зростає, вартість опціону «кол» зростає, а вартість опціону «пут» зменшується. І навпаки, якщо вартість активу зменшується, вартість опціону «кол» зменшується, а вартість опціону «пут» зростає. Отже:

- у довгій позиції за акціями, коли небажаним результатом є зменшення вартості акцій для хеджування, необхідно придбати опціон «пут» (довга позиція в опціоні «пут»), оскільки вартість опціону «пут» зростає, коли вартість акції зменшується;

- у короткій позиції за акціями, коли небажаним результатом є збільшення вартості акцій, для хеджування необхідно придбати опціон «кол» (довга позиція в опціоні «кол»), оскільки вартість опціону «кол» зростає, коли вартість акції зростає).

Приклад з акціями може бути перенесений і на складніші ситуації, але принципи залишаться тими самими. Цей підхід може бути використаний і для хеджування ризику зміни відсоткової ставки — ризику того, що зміни відсоткової ставки несприятливо вплинуть на банк. У більшості випадків це означає, що ціна запозичення — депозитів — є вищою за прибуток, який банк отримує за своїми позиками. Така ситуація вважається небажаним наслідком і банки можуть використати деривативи для мінімізації таких ризиків.

Базель I брав до уваги лише кредитний ризик. У 1996 році після консультацій з фінансовою спільнотою Базельський комітет ухвалив поправку стосовно ринкового ризику (Market Risk Amendment), яку було впроваджено в діяльність провідних світових фінансово-кредитних установ наприкінці 1997 року. Метою цієї поправки було створення капітального буфера, який би дав змогу збалансувати негативні ефекти від зміни цін. MRA визначив вимоги до величини економічного капіталу для акцій і боргових відсоткових фінансових інструментів у торговому портфелі банку валют і товарних контрактів.

MRA пропонує для банків два методи розрахунку вимог до капіталу щодо ринкових ризиків: стандартизований підхід (Standardized Approach) і метод внутрішньої моделі (Internal Model Approach).

Стандартизований підхід є подібним до стандартизованого підходу до оцінювання кредитного ризику і ґрунтується на зважуванні інструментів за специфічними питомими вагами. Ці коефіцієнти застосовується щодо всіх активів банку, які підпадають під вплив ринкового ризику. Величина регуляторного капіталу ринкового ризику банку є сумою вимог до ризикового капіталу за такими ризиковими категоріями активів, як фінансові інструмен-

ти, товарні контракти і валюти. Цей підхід використовує універсальний усереднений підхід до ризику: ставка 8 % поширюється на всі цінні папери, валюти і товарні контракти, жодним чином не враховуючи їхніх ризиків і волатильності. Оскільки розрахунок показника економічного капіталу для цього виду ризику здійснюється однаково за всіма джерелами ризиків, такий підхід не дає змоги повною мірою врахувати компенсацію ризиків за рахунок портфеля активів банку загалом та рівня диверсифікації інвестиційного портфеля. Цей підхід може призвести або до завищення вимог по капіталу, або до заниження їх.

Метод внутрішньої моделі полягає у використанні банками власних внутрішніх моделей управління ризиками і дає змогу покращити стандартизований підхід. Цей підхід визначає вимоги до регуляторного капіталу на підставі розрахунку показника VaR для окремого банку. Банк розраховує свій 10-тиденний 99 % VaR для несприятливих змін відсоткових ставок, валютних курсів, цінних паперів і цін опціонів. Оскільки VaR базується на портфелі банківських позицій, вона враховує також кореляції і портфельні ефекти, що виникають між інструментами і ринками, і вигоди від диверсифікації ризику. Таким чином, банки, що використовують цей підхід для визначення вимог до регуляторного капіталу, у більшості випадків матимуть менше значення мінімального регуляторного капіталу, ніж ті, що використовують стандартизований підхід.

За використання методу внутрішньої моделі внутрішньобанківські моделі управління ризиками мають відповідати встановленим зовні регуляторним вимогам. Таке регулювання стимулює банки до підвищення точності й відповідності їхніх внутрішніх оцінок сприйнятливості банку до ринкових ризиків.

Проведені нами дослідження дають підставу сформулювати кілька взаємопов'язаних висновків.

Інвестиційну діяльність банку можна розглядати в рамках стандартного і розширеного підходу. За стандартного підходу до інвестиційного портфеля серед усіх активів банку відносять лише фінансові інструменти. За розширеного підходу об'єктом інвестиційного менеджменту в банку є всі його активи. Найрозповсюдженішим на практиці поки що стандартний підхід завдяки його відносній простоті сприйняття банківською спільнотою.

Отже, провідною метою регулювання інвестиційної діяльності банку є забезпечення ліквідності банку в поєднанні з бажаною доходністю. Проте ліквідність за своєю природою не може бути об'єктом регулювання, адже є лише нормативом. Таким чином

об'єктом регулювання можуть виступати активи банку, які, власне, і є носієм ліквідності. Вартість активів, що становлять інвестиційний портфель банку, є функцією від таких показників, як ризик і дохідність. Оскільки регулювати дохідність немає сенсу (тут є лише один критерій — максимізація), то методом виключення — основним об'єктом регулювання інвестиційної діяльності банку мав би бути ризик, а точніше — рівень ризику.

Для зменшення ринкового ризику, що притаманний усім без винятку об'єктам інвестиційної діяльності, банк може використати хеджування. Коли банк хоче хеджувати позицію він має підібрати такий фінансовий інструмент який зможе компенсувати втрату вартості ризикового активу. За звичай, хеджування передбачає придбання деривативу, що дзеркально відображає зміну вартості ризикового активу.

Повертаючись до концепції підтримки бажаної ліквідності, ми можемо стверджувати, що найкращим серед методів регулювання інвестиційної діяльності банків є забезпечення її шляхом виконання вимог до розміру економічного капіталу банку в частині його розрахунку за показниками ринкового ризику за методом внутрішньої моделі (ІМА) .

4.5. Диверсифікація фінансових активів інвесторів на спадному ринку

О. Г. Шевченко

Методичні аспекти диверсифікації інвестицій привертають увагу насамперед тих практиків, які володіють і/або управляють великим інвестиційним портфелем, займаються портфельним інвестуванням професійно і готові присвятити цим питанням багато часу, тобто переважно інституціональних інвесторів, на яких припадає близько 80 % фондового ринку. Індивідуальні інвестори здебільшого формують безсистемний, складений навмання або із застосуванням наївної диверсифікації, що враховує лише їхні власні вподобання, інвестиційний портфель.

Диверсифікація фінансових активів (синоніми: аллокація, урізноманітнення, розподіл активів) як стратегія вибору фундаментально різних фінансових активів (акцій, облігацій, фондів нерухомості тощо) передбачає визначення їхніх часток в інвестиційному портфелі. Це — засадовий принцип портфельного інвестування. Суть цього принципу вияскравлює давнє англійське прислів'я

«Do not put all eggs one basket» (не клади всі яйця в один кошик). Для інвесторів та портфельних менеджерів це означає, що не треба інвестувати весь капітал в один вид активу, хоч би яким вигідним це вкладення виглядало. Ефект диверсифікації полягає в тому, що визначаючи обсяги інвестицій в різні активи, інвестор може регулювати ризиком портфеля. Формування певною мірою диверсифікованого портфеля — справа суто індивідуальна, залежна від безлічі чинників, особистих намірів інвестора й умов інвестування.

Наукові підходи до диверсифікації інвестицій при формуванні інвестиційного портфеля висвітлено у працях З. Боді, Ю. Бріггема, А. Кейна, Г. Марковіца, А. Маркуса, Р. Мертонна, В. Шарпа, А. Мертенса та ін. Розроблення зазначених науковців дають важливі обґрунтування стосовно диверсифікації активів інвестиційного портфеля. Утім, багаторічні спостереження і висновки успішних інвесторів і фахівців-практиків щодо поведінки різною мірою диверсифікованих портфель за умов волатильного ринку дозволяють з іншого боку зануритися в цю проблему, особливо за фінансової кризи.

Коли інвестор здійснює велику кількість операцій, кожна з яких пов'язана як з ризиком, так і з можливістю отримання значного доходу, сукупний ризик портфеля може виявитися набагато нижчим за ризик кожної окремої операції за умови, якщо вони раціонально диверсифіковані. За математичними доведеннями, тільки урізноманітнення вкладень допомагає уникати великих збитків у разі прийняття хибних інвестиційних рішень або погіршення ринкової ситуації.

Диверсифікація інвестиційного портфеля означає розподіл активів за їхніми видами, емітентами, термінами погашення, регіонами і галузями, забезпечення рівноваги між «захисними» і «агресивними» цінними паперами, залучення до портфеля фінансових інструментів інвестиційних компаній із широко урізноманітненим власним портфелем та корпорацій з високим рівнем диверсифікації виробничої діяльності. Доволі ефективними напрямками диверсифікації для нівелювання негативних циклічних коливань в економіці зарекомендували себе «прив'язування» купівлі цінних паперів певних емітентів до різних фаз циклу фондового ринку та забезпечення прийнятної рівноваги між безпечними і ризикованими фінансовими активами (рис. 4.17).

Розміщуючи інвестиції в різних за видами фінансових активах, інвестор прагне захистити портфель від нестійкості фінансового ринку чи певної галузі.

З такою метою до інвестиційного портфеля практики залучають високонадійні інструменти, на дохідність яких не впливає економічний спад, і циклічні акції, здатні забезпечити спекулятивну дохідність у період підйому економіки. Вважають, що за таких умов диверсифікація здатна захистити інвестиційний портфель від негативного впливу послаблення ринкових позицій окремих корпорацій, проявів негативних галузевих тенденцій, наслідків деяких циклічних (сезонних) коливань тощо. Вона взмозі звести нанівець його диверсифікований (специфічний) ризик, тобто фактична величина індивідуального ризику за кожним окремим фінансовим інструментом не впливатиме на дохідність усього портфеля. Портфельна теорія пропонує методичний інструментарій, який дає змогу кількісно оцінити диверсифікацію фінансових активів для знаження ризику за отримання максимального доходу¹.

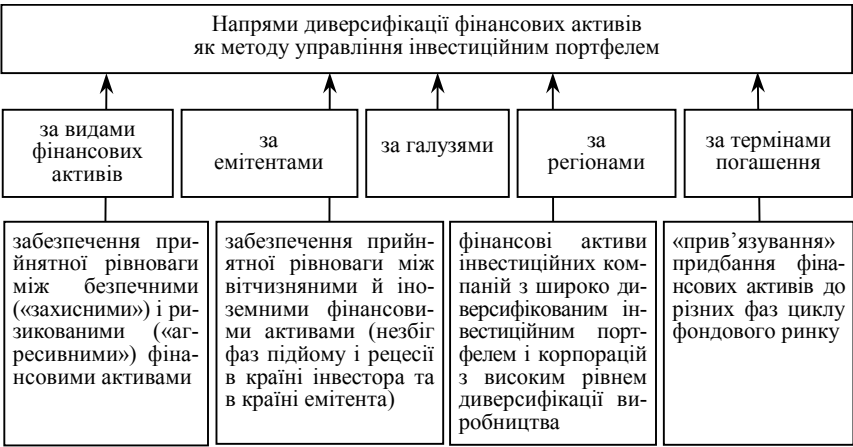


Рис. 4.17. Напрями диверсифікації фінансових активів у інвестиційному портфелі*

* Розроблено автором.

Утім, диверсифікація як розподіл інвестицій між різними фінансовими активами може знижати лише диверсифікований (унікальний, неринковий) ризик, недиверсифікований (ринковий) ризик урізноманітненого портфеля може лише усереднюватися (рис. 4.18).

¹ Markowitz H. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. — New York: John Wiley, 1959.

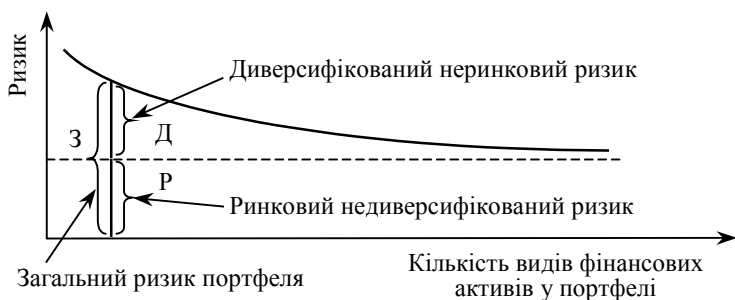


Рис. 4.18. Вплив диверсифікації інвестицій на ризик інвестиційного портфеля*

* Розроблено автором.

Зазначимо, що диверсифікація активів як поширений метод управління інвестиційним портфелем суттєво відрізняється від так званої «галузевої селекції» портфеля, яка передбачає часту, незрідка майже повну заміну фінансових активів однієї галузі фінансовими активами іншої, здатними за сприятливих умов у короткий термін забезпечити високу дохідність інвестицій. Але керований у такий спосіб надто мінливий і слабо диверсифікований портфель набуває підвищеної ризикованості, до того ж вимагає значних додаткових витрат на постійний моніторинг фінансового ринку і трансфери фінансових активів.

На практиці існують певні обмеження на диверсифікованість портфеля — це його надмірна розмаїтість. Практика свідчить, що надмірна розмаїтість портфеля не піддається ефективному управлінню. Панує думка, що відчутне скорочення ризику досягне, якщо в портфелі сконцентровано від 10 до 15 різних видів фінансових активів. Подальше суттєве урізноманітнення складу портфеля вважається недоцільним з огляду на виникнення так званого ефекту надмірної диверсифікації, яка через високі питомі операційні витрати на придбання невеликих пакетів цінних паперів, надмірне зростання витрат інвестора на вивчення кон'юнктури фондового ринку і його фундаментальний і технічний аналізи для вибору інвестиційно-привабливих активів, а також навпаки - можливість залучення недостатньо обґрунтованих (недостатньо дохідних і ліквідних) цінних паперів може призвести до негативних результатів.

Високі витрати з управління надмірно диверсифікованим портфелем ймовірно не принесуть очікуваного позитивного результату, бо його дохідність не зростатиме випереджувальними

темпами порівняно з витратами на управління. Проте такому твердженню дотепер бракує наукового обґрунтування.

Ризикованість фінансових інструментів на волатильному ринку висуває особливі вимоги до портфельного менеджменту щодо якості управління інвестиційним портфелем як сукупністю фінансових активів. Зосередимося, зокрема, на графіках рис. 4.19, на яких фінансові активи двох емітентів G та N розрізняються за рівнем мінливості дохідності. З графіків видно, якщо мінливість дохідності фінансового активу є високою (фінансовий актив G , варіант 1), надійність прогнозування майбутніх надходжень до портфеля значно нижча, ніж у випадку, коли розмах варіації дохідності фінансового активу менший (фінансовий актив N , варіант 2). Дохідність фінансового активу N несталиша за дохідність фінансового активу G . Отже, результати діяльності емітента фінансового активу N порівняно з емітентом фінансового активу G інвестори оцінюватимуть як більш безпечні.

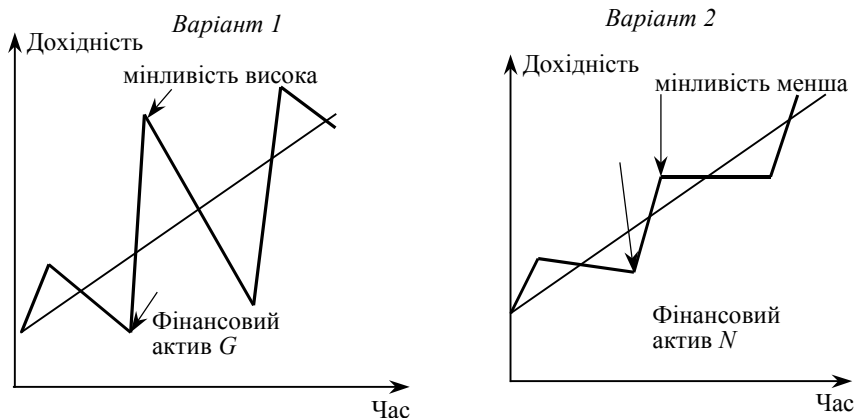


Рис. 4.19. Мінливість дохідності різних фінансових активів

* Розроблено автором.

Управління щодо формування й реструктуризації (коригування) інвестиційного портфеля передбачає застосування певних методів, які забезпечують збереження інвестованих коштів, досягнення максимального рівня дохідності за прийнятного рівня ризику та передбаченої інвестиційної спрямованості портфеля. Диверсифікація активів за таких умов має переслідувати дві мети: встановити для портфеля рівень очікуваних довгострокових ризиків і доходів та скоротити ймовірність

значних втрат, адже чим більший ризик інвестор бере на себе, тим вищими мають бути очікувані доходи. Виникає проблема відповідності між дохідністю та ризиком, яку необхідно розв'язувати визначенням раціональної структури активів під час формування інвестиційного портфеля. Це питання конче важливе за умови волатильного спадного ринку в період глобальної фінансової кризи, коли дохідність фінансових активів дуже вразлива.

Перед власниками інвестиційного портфеля як сукупності фінансових інструментів, які продаються і купуються на фондовому ринку, постає проблема раціонального розподілу витрат на його формування і реструктуризацію. Такий розподіл інвестори здійснюють за двома альтернативними підходами. Один з них реалізує стратегічний підхід, за якого інвестиції мають розподілятися у фіксованих частках відповідно до довгострокових завдань інвестування (намірів інвестора) незалежно від змін поточних ринкових умов. Управління таким портфелем вимагає від портфельного менеджера щорічного ребалансування, щоб повернути співвідношення його складових до початкових (цільових) значень.

Саме такий підхід, наприклад, позиціонує відомий фінансовий аналітик міжнародного рівня, засновник консалтингової компанії з інвестицій Portfolio Solutions LLC Річард Феррі (Richard A. Ferri), а також реалізує у своїй діяльності успішний інвестор і портфельний менеджер Воррен Едвард Баффет (Warren Edward Buffet) зі статком \$ 43 млрд, котрий за версією журналу Forbes, стабільно входить до трійки найбагатших людей світу. Акції інвестиційної компанії Berkshire Hathaway принесли Баффету 2009 року до \$ 6 млрд. Які ж вирашні особливості управління портфелем інвестицій, зокрема за рахунок диверсифікації, на думку зазначених фінансистів, можуть забезпечити успіх у портфельному інвестуванні навіть за фінансової кризи?

Обидва фінансисти насамперед зорієнтовані на тривалу перспективу інвестування і збереження стійкості інвестиційного портфеля. Витримка при довгострокових вкладаннях в недооцінені акції компаній з надійним потенціалом і незмінність інвестиційних намірів інвестора — це один із головних принципів раціонального інвестування, які проголошує Воррен Баффет. Інвестиційна філософія успіху, на думку В.Баффета, закладена в тому, що купувати треба не акції, а бізнес, який стоїть за ними, а якщо купувати, то всерйоз і надовго. «Я купую акції, і мені все одно, що станеться з ринком наступного дня, — стверджує Баф-

фет. — Проте зовсім не важко передбачити, що стане з ринком у довгостроковому періоді»¹.

Як позитивний приклад стратегічного підходу до диверсифікації активів згадаємо досвід управління інвестиційним портфелем Девіда Свенсона (David Swenson), який від 1997 року є головним менеджером фонду Єльського університету. За 20 років, незважаючи на кризові явища, кошти зазначеного фонду збільшилися у 17 разів, останні 10 років фонд показує стабільну щорічну дохідність майже 16 %, інвестиції розподіляються не тільки між такими традиційними класами активів, як акції та облігації, а й серед нетрадиційних класів, — якими є закордонні акції, хедж-фонди, фонди прямих інвестицій, фонди нерухомості.

Прихильники тактичної школи розподілу активів згідно з другим підходом, навпаки, доволі часто змінюють частки різних класів активів у інвестиційному портфелі (тобто його структуру) залежно від короткострокових прогнозів доходу (від кількох днів до кількох років), зважаючи на поточну волатильність спадного ринку конкретного кризового періоду. Виступаючи противником тактичного підходу, В. Баффет зазначає, що інвесторам потрібно «протистояти намаганням постійно купувати і продавати». Не вдаючись до частого коригування портфеля, на його думку, можна досягти більших успіхів².

Доволі часте коригування портфеля за тактичного підходу загалом може бути зумовлене різними причинами. Перша з них пов'язана з появою на ринку нових ефективніших фінансових інструментів порівняно з тими, що утворюють портфель. За цих умов інвестор вдається до ребалансування портфеля з метою підвищення його загальної ефективності. Порядок дій у разі коригування портфеля підпорядкований загальним принципам його формування. Виходячи з цілей формування та порівняльного оцінювання інвестиційних якостей фінансових активів, що привернули увагу інвестора, склад портфеля оптимізується з урахуванням мінливості обставин.

Друга причина пов'язана з погіршенням інвестиційних якостей окремих фінансових активів портфеля. Проте за таких умов не завжди раціонально приймати небажані рішення стосовно їх продажу. Обґрунтування управлінських рішень щодо продажу

¹ Бізнес-заповіді Уоррена Баффета / [Електронний ресурс]. — Доступно з: http://bishelp.ru/rich/anatomia/zapovedi_baffeta.php

² Баффет У. Ессе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями / Пер. с англ. / У. Баффет. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — 268 с.

фінансових інструментів — дуже складний і відповідальний етап портфельного інвестування.

Складність прийняття таких управлінських рішень пов'язана з тим, що вони мають ґрунтуватися на всебічному аналізі поточної кон'юнктури ринку цінних паперів і прогнозуванні її змін. Такі рішення приймають, якщо фінансові активи не принесли інвесторові передбаченого доходу і не очікується його зростання в перспективі, якщо вони виконали покладену на них функцію і/або з'явилися більш дохідні напрями вкладання інвестицій. Проте ці рішення зрештою можуть виявитися хибними.

Згідно з твердженням, що кожен клас активів у портфелі пов'язаний з різними ризиками, а поєднання їх у портфелі дозволяє скоротити сукупний ризик портфеля і згладити короткострокові коливання, оперативне регулювання урізноманітненням портфеля відповідно до тактичного підходу можна вважати доцільним. Сигналом до зміни складу сформованого портфеля в такому разі слугують як поточні загальноринкові зрушення, так і падіння дохідності портфеля нижче прийнятної. Саме падіння дохідності інвестицій є тим індикатором, що спонукає інвестора тактичної школи реструктурувати портфель з огляду на вплив різноманітних поточних ринкових та позаринкових чинників.

Але твердження, ніби різні активи вносять до інвестиційного портфеля різні притаманні тільки їм і не пов'язані між собою ризики, правильне лише частково. Як показує багаторічний досвід, розподіл інвестицій серед різних активів знижує імовірність великого збитку на спадному ринку (аж до банкрутства), але не запобігає значним втратам. Думки багатьох фахівців-аналітиків фондового ринку, котрі досліджують наслідки кризових потрясінь, дедалі більше сходяться на тому, що за умови тривалого економічного спаду диверсифікований інвестиційний портфель втрачатиме свої переваги відповідно до тих сукупних ризиків, на які погодився інвестор при його формуванні, тобто розподіл активів не завжди здатний достатньою мірою захистити урізноманітнені інвестиції на ведмежому ринку.

Практика інвестування доводить, що більшості інвесторів психологічно властиво недооцінювати портфельні ризики. Не завжди при формуванні інвестиційного портфеля враховується догма, що довший горизонт інвестування передбачає можливість більшого ризику інвестування. Зазвичай інвестори зосереджуються на короткостроковій волатильності фінансового активу і тому передбачають надто малі ризики портфеля. Ситуацію зосередженості на короткостроковій волатильності акцій можна, зо-

крема, спостерігати у багатьох компаній, що управляють накопиченнями громадян.

Такий (тактичний) підхід у нетривалій ситуації певною мірою гарантує збереження коштів громадян, але поза увагою залишається намір найефективнішого використання їх для отримання доходу. Свідченням цього є той факт, що для досягнення довгострокових цілей багато менеджерів надто активно залучають до інвестиційного портфеля облигації, а до короткострокового портфеля — необгрунтовано надмірно велику частку акцій. Доцільніше було б, на поширену думку аналітиків, частку акцій у довгостроковому портфелі довести до 70 %. Це дало б підставу очікувати в перспективі значного доходу за портфелем загалом.

Водночас копіткі міркування, математичні розрахунки й обгрунтування, які разом із тривалим досвідом інвестування та природною інтуїцією фінансового аналітика або портфельного менеджера, ведуть до поміркованого урізноманітнення активів, яке в сукупності з жорстким контролем над витратами, є вкрай важливим за довгострокового інвестування. Поміркованим урізноманітненням активів Річард Феррі вважає таке, що забезпечуватиме стійкість інвестиційного портфеля впродовж глибокого і тривалого ринкового спаду. Це також розподіл, який забезпечить купівлю більшості акцій під час спадного ринку і успішний продаж їх на ринку, що зростає.

Саме досвід, терпіння, найретельніший аналіз та контроль є головними складовими успішної діяльності в цьому напрямі. Із плином часу обидва ці заходи сукупно збільшують шанси інвестора не тільки на збереження інвестованого капіталу, а й на отримання доходу. Саме диверсифікація або урізноманітнення активів дозволяє інвесторові встановити для інвестиційного портфеля рівень очікуваних довгострокових ризиків і доходів та зменшити ймовірність великих втрат. Попри схвалення багатьма учасниками фондового ринку (переважно індивідуальними інвесторами) широко відомого вислову В. Баффета стосовно того, що диверсифікація активів — це лише «захист від невігластва», сам він упродовж усієї діяльності тримає значною мірою диверсифікований інвестиційний портфель.

Згідно з науковими розробленнями стосовно вибору фінансових активів для інвестиційного портфеля ризик, що асоціюється з конкретним фінансовим активом, у складі портфеля не може розглядатися ізольовано. Кожну додаткову інвестицію треба аналізувати з позиції її впливу на зміни дохідності та ризику інвестиційного портфеля загалом. Зменшити загальний ризик портфеля

можна у два способи: перший — інтуїтивно інвестувати авансовані кошти в різноманітні фінансові активи; другий — залучати фінансові активи, дохідність яких має іншу амплітуду коливань, ніж у тих, що формують портфель.

За умови ідеально від'ємної кореляції з пакетів ризикових фінансових активів теоретично можна сформувати майже безризиковий (або малоризиковий) інвестиційний портфель. Отже, з метою зниження ризику портфеля, за математичними доведеннями, загалом як його потенційні складові необхідно розглядати переважно активи з нульовою або негативною (від'ємною) взаємною кореляцією. Проте в реальній практиці переважна більшість пакетів фінансових активів має позитивну коваріацію.

Доведено, що пошук активів із різною амплітудою коливань дохідності полегшується, якщо скористатися критерієм коваріації, який є мірою взаємозв'язку двох випадкових величин і обчислюється як математичне очікування додатка відхилень випадкових величин від своїх середніх значень. Багато хто вважає, що на практиці такого складу портфеля (як сукупності активів з різною амплітудою коливань) можна досягти, інвестуючи кошти, зокрема, в акції корпорацій із міжнародними мережами, на чому й наполягає В. Баффет¹.

Проте зарубіжні вкладання вже не рятують від втрат шанувальників широко диверсифікованих інвестиційних портфелів. Процес фінансової глобалізації відкрив нові шляхи руху капіталів, що привело до формування міжнародних фінансових ринків. Національні фондові ринки дедалі виразніше стають частиною єдиного міжнародного ринку. Емітентами на світовому ринку виступають трансконтинентальні і транснаціональні корпорації. Тому, як показав копіткий порівняльний аналіз коливань дохідності акцій переважної кількості емітентів різних країн та транснаціональних корпорацій, майже всі вони мають значну позитивну кореляцію. Найпоширеніше значення коефіцієнта кореляції акцій становить (+6), що є надто високим для одночасного залучення до портфеля. До того ж складові такого портфеля одночасно підпадають під дію системного ризику глобального краху на фінансовому ринку.

Високе позитивне значення коефіцієнта кореляції дохідності фінансових активів — це наслідок і прояв поглиблення глобальної інтеграції світової економіки, він переконливо демонструє

¹ Бизнес-заповеди Уоррена Баффета / [Електронний ресурс]. — Доступно з: http://bishelp.ru/rich/anatomia/zapovedi_baffeta.php

зростання взаємозалежності фінансових ринків різних країн. До початку 90-х років минулого століття рух цін на національних фондових ринках був відносно незалежним, взаємопов'язаним значно слабкіше, ніж тепер.

Багато інвестиційних фірм Заходу, зважаючи на захист від портфельного ризику, пропонують використовувати складні багатофакторні регресійні комп'ютерні моделі, котрі за їх твердженням, можуть підібрати оптимальну схему розподілу активів на підставі низки відповідей на кілька доволі простих запитань. Але вони не враховують того факту, що зараз із традиційного набору фінансових інструментів лише такі цінні папери, як облігації, поки що, за розрахунками аналітиків, демонструють слабку кореляцію з іншими активами. Тому копіткий пошук доцільного розподілу фінансових активів у інвестиційному портфелі, зокрема, на емітованих резидентами і нерезидентами, ймовірніше не даватиме позитивних результатів, а поширене серед багатьох портфельних менеджерів намагання остаточно визначити доцільну частку іноземних акцій у портфелі (близько 1/3) решта фахівців вважає безпідставним.

На глибоке переконання деяких знаних сучасних західних аналітиків, у тому числі Річарда Феррі, принципово важливим у портфельному інвестуванні щодо передбачення довгострокової перспективи є те, яку частину авансованих коштів інвестувати в інструменти власності (акції), а яку — в інструменти боргу (облігації)¹. Проте за умов поглиблення глобалізації й на це запитання у кризовій ситуації дедалі важче буде відповісти переконливо. Глобальна фінансова криза зрештою може призвести до одночасного падіння ринкових курсів усіх цінних паперів. Саме так сталося у кризових 1987, 1994, 1998, 2001, 2008 і 2010 роках. Зазначимо як приклад, що в Греції під час боргової кризи 2010 року ринкові курси акцій і корпоративних облігацій упали одночасно.

Утім, повернімося до питання можливості й доцільності врахування критерія коваріації активів як абсолютної панацеї захисту від ризику при диверсифікації інвестиційного портфеля. Прояв і позитивний наслідок диверсифікації — розпорошення ризику полягає в тому, що за фіксованого доходу ризик портфеля істотно знижується чи зводиться до статистично незначної величини. Згідно з розробленнями сучасної портфельної теорії, ефект від диверсифікації фінансових активів тим вищий, чим нижчим є

¹ Феррі Р. Все о распределении активов / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.forbes.ru/lichnye-dengi/tsennye-bumagi/57070-pyat-mifov-o-diversifikatsiiaktivov>

стандартне відхилення дохідності диверсифікованого портфеля за стандартне відхилення дохідності пакетів ізольованих активів.

Коваріація вможливує зіставлення напрямів змін двох змінних (у даному разі — дохідності фінансових активів у портфелі). Для двох незалежних випадкових величин її значення завжди дорівнює 0. Статистичний аналіз взаємозв'язку допомагає раціонально розподілити між об'єктами інвестування авансовані кошти, завдяки такому аналізу визначають, наскільки мінливість дохідності різних фінансових активів рухається в одному напрямі, і за несприятливих умов вони як складові інвестиційного портфеля можуть принести збитки одночасно.

Через недооцінювання щільності коваріації окремих фінансових активів часом навіть доволі диверсифікований на перший погляд інвестиційний портфель може виявитися надто «схильним» до впливу певного виду ризику, який не був чітко ідентифікований і врахований менеджером при його формуванні. Непередбачуване зосередження цінних паперів, які тісно корелюють навіть по одному, та ще й не завжди чітко помітному чиннику, може зрештою зумовити високий ризик інвестиційного портфеля як їхньої сукупності загалом. Так сталося, зокрема, на початку кризи фінансових ринків Південно-Східної Азії 1998 року з потужним американським фондом Long Term Capital Management (LTCM), який ще у вересні зазначеного року мав у своєму розпорядженні власний капітал у 600 млн доларів і ще 100 млрд доларів — на балансі відкритих позицій.

Банкрутству цього фонду не завадило врізноманітнення активів, яке знижує ризик, як зазначалося вище, лише за умови незалежності окремих фінансових операцій. Адже обґрунтовані коваріацією прогнози фахівців-аналітиків щодо позитивних фінансових результатів зазначеного фонду мали приховану похибку — як виявилось, його портфельні менеджери недостатньо точно оцінили щільність кореляції угод, тому через ефект «доміно» зв'язок цінової динаміки із прогнозованого слабкого перетворився на щільний і зрештою призвів до банкрутства. У 1999 році в подібній ситуації опинився і мало не збанкрутував хедж-фонд Tiger Management LP із власним капіталом у 13 млрд доларів, що управляв коштами на 650 млрд доларів.

Потрясіння фінансових ринків 90-х років минулого століття показали, що традиційні активи не в змозі забезпечити таку диверсифікацію, яка б виключала великі втрати інвесторів на спадному ринку. У пошуках альтернатив акціям і облігаціям, зважаючи на кореляцію дохідності, аналітики звернули увагу на нетрадиційні

активи. Як виявилось, додатковою формою диверсифікації є хеджування, за якого свідомо використовується протилежна реакція різних фінансових активів на одну і ту саму подію.

Дослідження фінансового і товарних ринків, проведені ще на початку 1980-х років, довели, що між дохідністю інвестицій в акції та облігації та дохідністю інвестицій в біржові товари спостерігається мінімальна або навіть часом негативна кореляція. Це спровокувало виникнення ф'ючерсів — похідних фінансових інструментів, які можуть забезпечити дохід від цінкових коливань на товарних ринках, а в подальшому — опціонів та свопів.

З метою нейтралізації ризику інвестиції у похідні фінансові інструменти в портфелі розподіляють таким чином, щоби сумарний вплив певної події на їхню вартість виявився нульовим. Проте за цієї умови виникає висока загроза відмови від можливого доходу. Такі інвестиції надто ризиковані, але на Заході вони тривалий час вдало доповнювали інші традиційні фінансові активи у збалансованому інвестиційному портфелі відповідно до загальної інвестиційної стратегії інвестора.

Завдяки розвитку похідних фінансових інструментів у світі утворилася потужна індустрія таких структур, як хедж-фонди, які швидко здобули репутацію найнебезпечніших гравців фінансового ринку і каталізаторів фінансових криз, насамперед через їхнє захоплення кредитними деривативами та іншими похідними фінансовими інструментами. Утім, найсуттєвіша загроза стійкості цих структур криється у високому співвідношенні позикових і власних коштів.

Спочатку хибно вважались, що саме хедж-фонди, які не корелюють із акціями, здатні захистити інвестиційний портфель на спадному ринку. Додавання цих активів тривалий час відчутно поліпшувало якість портфеля. Так, за даними Hedge Fund Research, за 2005—2007 роки середня дохідність цих структур фінансового ринку у середньому дорівнювала 35,3 %, за той же час індекс S & P-500 піднявся лише до 28,2 %. Під час дефолту за іпотечними кредитами саме завдяки проблемній іпотеці такі хедж-фонди, як Lahde та Capital Paulson & Co (США) за десять місяців 2007 року показали дохідність у 1000 % и 550 % відповідно. Але зрештою і на ці ризиковані активи негативно вплинуло відлуння кризових явищ 2008 — початку 2009 років.

Найбільше від кризи на іпотечному ринку США постраждали хедж-фонди, які перебували в управлінні інвестиційним банком Bear Stearns (США). Їхні втрати було оцінено у 1,5 млрд дол. Суттєві проблеми виникли також у хедж-фонду Sowood Capital, який

інвестував кошти Гарвардського університету, хедж-фонду Dillon Read Capital, який належить швейцарському банку UBS, австралійського хедж-фонду Basis Capital тощо. Саме зазначені хедж-фонди через наявність в їхньому портфелі суттєвої частки іпотечних облигацій США спровокували поширення кризи на американському іпотечному ринку на всю світову фінансову систему.

Утім, вважається, що хедж-фонди, які загалом зарекомендували себе надто успішними гравцями фінансового ринку, для яких дохідність, що перевищує 100 %, є звичайним явищем, ще довго привертатимуть увагу інвесторів усього світу. Відповідно постає питання про їхню частку в диверсифікованому портфелі, яка, на думку західних фахівців, має бути доволі значною. Однак Р. Феррі не підтримує тезу про доцільність утримання в портфелі таких активів¹.

Наостанок спробуймо з'ясувати, чи можна безумовно прийняти розглянутий вище досвід успішних інвесторів і розроблення фахівців фінансового ринку Заходу за основу диверсифікації фінансових активів у портфельному менеджменті будь-якої країни? Можна з упевненістю стверджувати, що такі відомості корисні кожному інвесторові, бо дають підстави для порівнянь і міркувань. Утім, у практичному плані треба зважати на те, що на раціональний розподіл активів у інвестиційному портфелі поміркоvanого українського інвестора можуть суттєво вплинути його суто психологічні особливості й специфічні для України чинники.

Як важливе застереження вітчизняному інвестору пропонується не наслідувати якихось «безпрограшних» систем портфельного інвестування (особливо західного гатунку), зокрема стосовно вибору (придбання) фінансових активів для диверсифікації інвестиційного портфеля. Слід їх вивчати, оцінювати можливість і доцільність використання за реальних умов та зрештою піддавати сумніву: адже навряд чи суб'єкт ринку в разі успіху відверто поділиться з іншим власною по-справжньому ефективною системою інвестування, позаяк її розголошення спричинить падіння або навіть зведе нанівець її ефективність.

Навряд чи доцільним можна вважати прийняття важливих інвестиційних рішень на основі джерел інформації, які доступні широкому загалу. Досягти успіху в інвестуванні, вважає В. Баффет, можна лише тоді, коли інвестор розмірковує незалежно, спираючись на власні переконливі аргументи. Адже за

¹ Феррі Р. Все о распределении активов / [Електронный ресурс]. — Доступно з: <http://www.forbes.ru/lichnye-dengi/tsennye-bumagi/57070-pyat-mifov-o-diversifikatsiiaktivov>.

умов тотальної інформатизації фінансові ринки, що все більше наближаються до ефективних, дуже швидко акумулюють і враховують у цінах фінансових активів. широковідому інформацію, розміщену в ЗМІ і/або в Інтернеті. Для генерації виняткової дохідності необхідно оригінально інтерпретувати відомі події, інакше, ніж більшість зацікавлених, і не припуститися помилки. Або потрібно дослідити, виявити й у прийнятті рішень спиратися саме на те, що поки відомо не всім суб'єктам ринку. А це, на думку Кеннета Фішера (Kenneth L. Fisher), засновника і керівника компанії Fisher Asset Management LLC, потребує поєднання інтуїції, тривалого досвіду, ретельних досліджень і суворой самодисципліни.

Формуючи інвестиційний портфель, поміркований інвестор також має назавжди усвідомити, що чим вище дохідність фінансового активу, тим вище ризик інвестування в цей актив, тому слід бути обачним і не зраджувати правилу, яке нагадуватиме йому, що передовсім потрібно зберегти початковий капітал. Це — найважливіша заповідь успішного інвестора. Приймати остаточне рішення щодо вкладання коштів у певний фінансовий актив можна лише на підставі глибокого аналізу доцільності урізноманітнення інвестицій саме за рахунок обраного фінансового активу (емітента). Це — його друга заповідь.

І нарешті, інвесторові не слід розчаровуватися у інвестуванні через невдалі поодинокі інвестиції. Важливо сконцентруватися на оптимальному співвідношенні дохідності та ризику інвестиційного портфеля з огляду на його диверсифікацію загалом. А наведені вище матеріали у сукупності дають радше загальні уявлення й орієнтири щодо сучасних підходів до диверсифікації, які вітчизняному інвесторові доцільно вдосконалювати у портфельному інвестуванні з метою вироблення ефективної (поміркованої) за сучасних умов власної стратегії.

4.6. Активізація діяльності функціональних учасників в інвестиційному процесі

Є. А. Поліщук

Світова фінансово-економічна криза не оминула інвестиційний ринок України: обсяги інвестування значно зменшилися, погіршився інвестиційний клімат, уповільнилися відтворювальні процеси у фінансово-кредитній сфері. Оздоровлення економіки

неможливе сьогодні без активізації та правильної організації інвестиційного процесу.

Зазначимо, що в Законі України «Про інвестиційну діяльність» виокремлено таких суб'єктів: інвестори та учасники. Згідно з цим законодавчим актом, «учасниками інвестиційної діяльності можуть бути громадяни та юридичні особи України, інших держав, які забезпечують реалізацію інвестицій як виконавці замовлень або на підставі доручення інвестора»¹. Мова ідеться про функціональних учасників, які відіграють важливу роль у налагодженні бізнес-процесів інвесторів.

Без них тепер реалізацію того чи іншого інвестиційного проекту, та попри активну поведінку функціональних учасників, аналіз наукової літератури показав недостатність дослідження їхньої діяльності. Це зумовлено підвищеною зосередженістю саме на інституціональних інвесторах, тому група функціональних учасників, на жаль, лишилася осторонь. Через це метою нашого дослідження є поглиблення теоретичних засад та характеристика діяльності цих суб'єктів в Україні.

Діяльність функціональних учасників розглянута у контексті дослідження інвестиційного процесу у працях зарубіжних (А. О. Бакуліна, П. І. Вахрін, П. Л. Віленський, В. А. Горемикін, Л. Л. Ігоніна, А. Л. Кексінов, І. І. Мазур, С. М. Максимов, В. С. Нешитой, Н. Г. Ольдерогге, Р. Пейзер, В. І. Ресін, В. А. Сидоров, Є. І. Тарасевич, В. І. Шапіро, А. Фрей, Дж. Фрідман) та вітчизняних вчених (А. М. Асаул, І. А. Брижань, О. Р. Дегтяр, Б. Л. Луців, Ю. М. Коваленко, О. О. Ляхова, Т. В. Майорова, А. А. Пересада, С. В. Онікієнко, В. Я. Чевганов, О. Ю. Чертов, С. Г. Чигасов). Проте у більшості випадків науковці лише поверхово характеризують таких суб'єктів, не занурюючись у специфіку їхньої діяльності крізь призму теоретико-методологічного простору.

Вчений А. А. Пересада в монографії «Управління інвестиційним процесом» зазначив: «Розвиток можливих організаційних форм взаємодії партнерів по інвестиційному процесу сприяє залученню до спільної інвестиційної діяльності різних фірм, функціями яких є надання спеціальних послуг та виконання різного роду робіт»². Ми погоджуємося з тим, що ця група суб'єктів інвестиційного процесу «сприяє спільній інвестиційній діяльності». Автор визначив у цілому роль функціональних учасників, однак, на нашу думку, коректно

¹ Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18.09.1991 року № 1560-XII / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1560-12>

² Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом. — К.: Лібра, 2002. — С. 76.

було б виокремити роль кожного суб'єкта, вказавши таким чином, на його місце в інвестиційній діяльності.

Російський науковець В. А. Горемикін характеризує функціональних учасників як посередників¹. На нашу думку, називати їх просто посередниками не варто, адже, наприклад, банки, страхові компанії, інвестиційні фонди — це також посередники, але, згідно з нашою позицією, вони можуть виступати інституціональними інвесторами.

У науковій праці І. І. Мазура, Н. Г. Ольдерогге, В. Д. Шапіро виокремлено не інституціональних учасників інвестиційного ринку, яких вони ототожнюють із функціональними². Але крім функціональних учасників, згадано також державні органи влади, без яких неможлива реалізація інвестиційних проєктів. Ми вважаємо, що така позиція є недосить коректною, бо мета діяльності функціональних учасників — отримання комерційного ефекту (прибутку), тоді як державної організації в інвестиційному процесі полягає в регулюванні та нагляді за дотриманням законодавчих норм. Тому слід відокремлювати цих суб'єктів.

Т. В. Майорова визначає такий склад функціональних учасників: девелопери, консалтингові компанії, аудиторські компанії, будівельні компанії, ріелтерські компанії³. А. А. Пересада доповнює цей перелік інжиніринговими та еккаутинговими фірмами. Вважаємо, що ці переліки можна доповнити, що ми зробимо далі.

І. І. Мазур та колектив авторів вважають, що до цих функціональних учасників належать комерційні банки, страхові компанії, оцінювачі, юридичні компанії, фінансові аналітики, маркетингові бюро, проєктувальники та будівельні організації, девелоперські компанії, редевелоперські компанії, спеціалізовані засоби масової інформації. Хоча цей склад суб'єктів є широким, проте ми продовжуємо обстоювати свою точку зору проти позиції І. І. Мазура, Н. Г. Ольдерогге, В. Д. Шапіро стосовно включення комерційних банків та страхових компаній до переліку функціональних учасників ринку, оскільки вони представляють групу інституціональних інвесторів.

Дослідивши низку інших літературних джерел, ми вважаємо, що доцільно визначити, яких суб'єктів інвестиційного процесу по-

1 Горемыкин В. А. Экономика недвижимости: Учебник/ В. А. Горемыкин. — М.: Издательский книго-торговый центр «Маркетинг», 2002. — С. 165.

2 Девелопмент: [Учеб. пособие] / [И. И. Мазур, В. Д. Шапиро, Н. Г. Ольдерогге; под ред. проф. И. И. Мазура]. — М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2004. — С. 216.

3 Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: Підручник.[для студ. вищ. навч. зал.] / [Т. В. Майорова]. — К.: Центр навчальної літератури, 2009. — С. 18.

трібно називати функціональними, а потім навести перелік цих учасників. Але спочатку, на нашу думку, слід визначити їхні особливі риси, які вказуватимуть на належність до цієї групи суб'єктів.

Відмінними від інших учасників інвестиційного процесу функціональних роблять *рис*и, які ми пропонуємо розглянути:

- для функціональних учасників характерний нижчий рівень регулювання з боку державних органів влади порівняно з інституціональними інвесторами;
- участь функціональних суб'єктів інвестиційного процесу не призводить до зміни грошової маси в обігу;
- незалежно від результату інвестування функціональні учасники завжди отримують винагороду за свої послуги;
- висновки щодо доцільності інвестування можуть не вплинути на прийняття кінцевого рішення інвестора;
- у більшості випадків функціональні учасники не беруть на себе ризиків, які можуть статися під час інвестиційного процесу;
- у разі банкрутства функціонального учасника інвестиційного процесу це не завдасть глибокої соціально-економічної шкоди на відміну від інституціональних інвесторів;
- реалізація інвестиційного процесу можлива і без участі функціональних учасників.

Наголосимо, що основне призначення функціональних учасників інвестиційного процесу — активізація діяльності інвесторів. Що мається на увазі? Як уже зазначалося, в більшості випадків інституціональні інвестори можуть самостійно здійснювати свою діяльність, натомість функціональні учасники допомагають зробити цей процес, по-перше, швидшим, по-друге, мобільнішим, по-третє, спрямованим у галузі із вищим рівнем рентабельності, і, по-четверте, менш витратним для інвестора. Розглянемо ці судження детальніше:

- швидкість. За наявності вільних коштів у інвесторів функціональні учасники швидше запропонують їм шляхи вкладання коштів. Наприклад, якщо мова йдеться про ріелторів, вони, зазвичай, мають, великі бази даних об'єктів нерухомості, де простіше знайти потрібний об'єкт інвестування коштів;
- мобільність. Інвестор, домовившись із функціональним учасником про виконання певної роботи, може одночасно здійснювати діяльність в іншій сфері. Інвестор задає бажані параметри об'єкту інвестування і не шукає його самостійно, це робить ріелтор або девелопер. Інвестор самостійно не здійснює аудит, цим займається аудитор. Також він не займається будівництвом (якщо не йдеться про інвестування будівельних компаній);

- ефективне спрямування інвестиційних ресурсів. Девелоперські компанії швидше запропонують, в який інвестиційний проект ефективніше вкладати кошти, до того ж, вони ще й візьмуть на себе частину ризиків. Нададуть послуги з цього питання і консалтингові компанії;

- зниження витрат інвесторів. Попри чисельні переконання стосовно того, що можна впоратися і без функціональних учасників інвестиційного процесу, оскільки це збільшує статті витрат, ми глибоко переконані у протилежному. Якщо, приміром, інвестор вирішив примножити своє багатство, вклавши кошти в проект будівництва, і виявив бажання збудувати цей об'єкт самотужки, йому доведеться отримати ліцензію на будівництво, утримувати на постійній основі додаткову кількість працівників (проектантів, будівельників, менеджерів з продажу, маркетинговців тощо). Тому значно дешевше співпрацювати мірою потреби з різними організаціями — функціональними учасниками інвестиційного процесу, що дозволить значно скоротити статті постійних витрат.

Ми вважаємо, що функціональними учасниками є ті суб'єкти інвестиційного процесу, яким притаманні перелічені вище риси. Отже, на наш погляд, функціональні учасники інвестиційного процесу — це суб'єкти господарювання, діяльність яких має комерційний характер і пов'язана з організацією інвестиційного процесу та підвищенням ефективності інвестування. Іншими словами, функціональні учасники розв'язують проблеми оптимізації всіх ресурсів.

Дослідивши діяльність суб'єктів інвестиційного процесу, пропонуємо розширити перелік фірм, які, на нашу думку, є функціональними учасниками: девелопери, консалтингові компанії, аудиторські фірми, будівельні організації, ріелторські компанії, інжинірингові фірми, еккаунтингові компанії, маркетингові компанії (бюро), оцінювачі, спеціалізовані засоби масової інформації (ЗМІ).

Як бачимо, цей перелік доповнений такими учасниками, як маркетингові компанії (бюро), оцінювачі та спеціалізовані ЗМІ. Гадаємо, важко обійтись без цих учасників і під час здійснення інвестиційної діяльності. Оскільки, по-перше, доданим суб'єктам притаманні викладені риси; по-друге, дуже часто прийняття рішення стосовно інвестування залежить від попереднього маркетингового дослідження, яке проводять маркетингові компанії (бюро); не кожен інвестор вкладатиме кошти без оцінювання заставного майна, що здійснюється оцінниками; розміщення інфор-

мації про об'єкт інвестування часто беруть на себе спеціалізовані ЗМІ (друковані бізнес-видання, інтернет-сторінки, відеореклама тощо), тобто із залученням цих учасників ефективність інвестицій може значно підвищитися. Перейдемо безпосередньо до характеристики перелічених вище функціональних суб'єктів.

Девелопери — це фінансові посередники на ринку нерухомості, що акумулюють кошти інвесторів або самі виступають інвесторами з метою фінансування проекту розвитку об'єкта нерухомості, є авторами ідеї, беруть на себе відповідальність з організації та управління цього проекту й отримують за це комісійну винагороду. Девелопером може бути як фізична, так і юридична особа. Тож, якщо девелопер — юридична особа, слід вживати термін «девелоперська компанія».

І. І. Мазур, Н. Г. Ольдерогге, В. Д. Шапіро виокремлюють такі функції девелоперів:

- оформлення в місцевих органах влади дозвільної документації;

- управління проектуванням;
- управління будівництвом;
- залучення зовнішніх кредитних та інвестиційних коштів;
- маркетинг об'єктів нерухомості.

Нині існує понад 55 компаній в Україні, які позиціонують себе як девелоперські. Серед них є компанії, які повністю задіяні в девелоперському проекті, а є такі, що беруть участь на окремих стадіях¹. Зараз лідерами ринку девелоперських послуг за реалізованими проектами є:

- житлова нерухомість — «First Ukrainian Development», яка має у своєму активі 8 проектів загальною вартістю 1,337 млрд дол США; «DECMR Group» реалізувала 7 проектів, вартість яких становить 0,6 млрд євро;

- торговельна нерухомість — «VOK Development» реалізувала 37 проектів, вартістю майже 1,5 млрд дол. США; «XXI століття» — 11 проектів (ще 57 планується), вартістю 1,4 млрд дол. США;

- офісна нерухомість — «NEST» — 15 проектів, вартістю до 1 млрд дол. США, «Київ-Донбас» — понад 30 проектів вартістю 35,3 млрд дол. США;

- готельна нерухомість — «Дубль W» — 16 проектів вартістю близько 1 млрд дол. США;

1 Чигасов С. Г. Генезис девелопменту на сучасному етапі будівельного ринку України // Міжнародний науково-практичний журнал «Економіка & Держава». — 2007. — № 10, Жовтень. — С. 46—53.

- промислова нерухомість — «NCH Advisors Inc» — 3 проекти вартістю до 0,3 млрд дол. США;
- логістична нерухомість — «HCM Group» понад 50 проектів вартістю більш як 1 млрд дол. США¹.

Крім того, активну діяльність на українському ринку нерухомості ведуть такі девелоперські компанії: «Українська торгова гільдія», «AESI», «MIRAX GROUP», «Build & Live Development», «Макрокапдевелопмент», «Форент», «Castle development», «Prospects development», «Alacor», «Concord development», «Fim group», «Gin consulting group», «SV development», «Real Estate Solutions»².

Консалтингові компанії — спеціалізовані компанії, діяльність яких полягає у наданні інтелектуальних послуг виробникам, продавцям, покупцям стосовно різних видів діяльності. Функції консалтингових фірм передбачають у надання порад, рекомендацій, консультацій щодо виробничої діяльності, фінансів, зовнішньоекономічної діяльності, створення й реєстрації фірм, дослідження й прогнозування ринків товарів і послуг, розроблення бізнес-проектів, маркетингових програм, інноваційної діяльності, пошуку шляхів виходу із кризових ситуацій, підготовці статутних документів у разі створення нових підприємств і організацій тощо. Нерідко консалтингові компанії пропонують рішення, які покликані поліпшити певну проблемну ситуацію.

Сьогодні можна чітко вирізнити основних постачальників консалтингового продукту в Україні:

- філії великих іноземних багатофункціональних фірм, які мають консультаційні проекти з українськими державними структурами з питань оподаткування, бюджетного регулювання, вдосконалювання нормативно-правової бази, а також спільні й іноземні компанії в Україні з обслуговування банківських структур (наприклад, Boston Consulting Group, The Hackett Group, Houlihan Lokey Howard & Zukin, Ibbotson Associates, LEK/Alcar Group, McKinsey & Co, Mitchell Madison Group, Stanford Consulting Group, Stern Stewart & Co.);

- представництва іноземних консультаційних фірм, діяльність яких спрямована на завоювання нових ринків і вивчення привабливості українського ринку;

- іноземні консультаційні фірми, що працюють за програмами донорських організацій і надають технічну допомогу з питань

¹ Сайт агентства нерухомості АН «Нерухомість ЮА» <http://www.neruhomist-ua.com>.

² Журнал «Building» / [Електронний ресурс]. — Доступно з: www.building.com.ua.

управлінського консультування у пріоритетних галузях народного господарства (енергетика, транспорт, зв'язок, сільське господарство тощо) — наприклад ТАСІS;

- вітчизняні консультаційні фірми, які спеціалізуються на наданні послуг з питань приватизації підприємств, включно оцінкою майна, підготовкою документального супроводу процесу приватизації тощо (наприклад, Українська торгова гільдія, АТ «Супремум»; ТОВ «ОЛ.ГА»);

- спеціалізовані консалтингові фірми, які надають консультаційні послуги в окремих напрямках управлінського консультування (бізнес-планування, фінансова оцінювання, маркетинг, податкове планування, митне регулювання тощо) (наприклад ТОВ «ФОРТЕКС»).

Аудиторські фірми — функціональні суб'єкти інвестиційної діяльності, що мають право перевіряти фінансово-господарську діяльність організацій та установ на підставі контракту, укладеного з підприємством за конкретну плату та в перебігу перевірки складати аудиторський висновок, який має юридичну силу в суді.

Аудиторські фірми виконують в інвестиційному процесі функції перевірки фінансово-господарської діяльності як самого інвестора, так і інших його партнерів, а саме: дають оцінювання активів і пасивів балансів фірми, обчислюють показники ліквідності балансу, здійснюють оцінювання інвестиційних якостей цінних паперів, виконують оцінку капіталу самого інвестора та його акціонерів.

Діяльність аудиторських фірм в Україні реалізується на підставі ліцензії на право здійснення перевірок фінансово-господарської діяльності (аудиту) і регулюється окремим Законом України «Про аудиторську діяльність». Аудитори займаються суто аудиторським обслуговуванням на території тієї держави, яка сертифікувала цю юридичну або фізичну особу.

Концентрація ринку аудиторських послуг досить суттєва — майже 60 % його обсягу припадає на провідні аудиторські фірми, обіг яких перевищує мільйон гривень на рік. Таких компаній в Україні близько п'ятдесяти, але це невелика частка від загального обсягу суб'єктів аудиторської діяльності, яких в Україні на початок 2009 року зареєстровано 2371. Із зазначених 60 % чималу частку становлять міжнародні аудиторські компанії «Великої четвірки» — PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst&Young, KPMG — тільки згідно з офіційними даними вони обслуговують 30 % ринку в грошовому вираженні. Їхніми основними клієнтами є міжнародні компанії, котрі для них нерідко є глобальним аудитором як за кордоном, так і в Україні. За оцін-

кою Ernst & Young, у найближчі роки заробіток аудиторів в Україні зростатиме — на 25 % щорічно, Pricewaterhouse Coopers розраховує на щорічне зростання у 60 %. І це лишень в незначною мірою за рахунок набору нових клієнтів, головне — через збільшення обсягу наданих послуг¹.

Поширеним видом послуг аудиторів віднедавна стало проведення передінвестиційного аналізу (due diligence). Незалежна думка аудитора високо цінується при купівлі-продажу бізнесу, а у зв'язку з активним розвитком ринку останніми роками, цей вид послуг став навіть поширенішим за періодичні аудиторські перевірки податкового обліку.

Будівельні організації — це компанії, що здійснюють зведення будівель та споруд. Таке визначення є вельми загальним, проте непомилковим. І справді — виконання будівельно-монтажних робіт беруть на себе будівельні фірми широкої спеціалізації.

Їхні функції полягають у виконанні комплексу робіт за інвестиційним проектом, а саме: проектно-дослідницькі, будівельні, монтажні, пусконаладжувальні, здавання інвестору готового об'єкта «під ключ».

Діяльність будівельних організацій в Україні. Наголосимо, що ці компанії можуть здійснювати свою діяльність тільки за наявності ліцензії. Вплив світової кризи негативно позначився на діяльності будівельних компаній. Так, за даними Державного комітету статистики за 2010 рік підприємствами України виконано будівельних робіт на суму 43,2 млрд грн, що на 5,4 % менше, ніж за аналогічний період 2009 року. Основна частина цієї суми, а саме 85 %, була витрачена на будівництво споруд та будівель. За характером будівництва обсяги робіт розподілилися таким чином: роботи з нового будівництва, реконструкції, технічного переозброєння склали 77,8 % від загального обсягу, решта стосувалася капітального і поточного ремонтів — 15,4 % і 6,8 % відповідно. Найбільше торік будували у Києві (23,2 %), Харківській (7,2 %), Дніпропетровській (7 %) та Донецькій (11,7 %) областях. Найменші обсяги будівельних робіт зафіксовано в Кіровоградській (0,8 %), Херсонській (0,8 %), Закарпатській (0,8 %), Волинській (0,9 %) областях та у м. Севастополі (0,6 %). У 2009 році обсяг виконаних будівельних робіт в Україні скоротився порівняно з попереднім роком на 48,2 % і становив 37 млрд 887 млн грн².

¹ Сайт Аудиторської палати України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: www.apu.com.ua.

² Сайт Державного комітету статистики України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: www.ukrstat.gov.ua.

Окрім лідерів (ЗАТ «Познякижилбуд», ТОВ «Градострой-Холдинг», фірма «ТММ-ООО», ЗАТ «Центрбудінвест» тощо), на ринку пропонують свої послуги порівняно невеликі фірми, які спеціалізуються на окремих видах ремонтно-будівельних та монтажних робіт. Серед них архітектурні бюро та підрядні організації. Роль архітектурних бюро конче важлива в інвестиційному процесі, коли справа стосується виконання містобудівних, функціональних та стилістичних завдань, які виникають під час проектування у міському та заміському середовищах. Зазначимо, що з такими компаніями співпрацюють й інші функціональні учасники. Так, девелоперська компанія «XXI століття» має договори про співпрацю з архітектурним бюро «Майкл Хоуп», а девелопер «Інком» з «ЛАРТ». Окрім виконання згаданих завдань девелопери звертаються до них, щоб, виділити певні об'єкти серед інших об'єктів нерухомості поєднанням сучасних інженерних технологій з мистецтвом доцільності, міцності та гармонії.

Девелоперські компанії в Україні зазвичай реалізують свої проекти, укладаючи договори будівництва з підрядними організаціями. Так, в Україні компанія VOK Development активно співпрацює з підрядною компанією ТОВ «Сучасні технології будівництва». Вони складають кошторис проекту, а девелоперська компанія погоджує його. Девелопер стежить за тим, щоб підрядна організація не виходила за рамки затвердженого кошторису. ТОВ «Сучасні технології будівництва» звітує перед девелоперською компанією щодо термінів виконання будівництва. Основним завданням підрядної організації є визначення всіх технічних характеристик споруджуваної будівлі. Серед будівельних та архітектурних бюро компаній можна назвати: БК «Цитадель», БК «Інфініті», ТОВ «Євробуд», ЗАТ «Аеробуд», ТОВ Будівельна компанія «Кроун», ТОВ «Контур», ЗАТ «Познякижилбуд», ТОВ «Будівельна інжинірингова компанія «НовоБуд», ЗАТ «ПВК» Будівельник», ПП «Архітектурне бюро Н. Дьомін».

Зазначимо, що в Україні створено Українську будівельну асоціацію, основною метою якої є презентація та захист інтересів будівельників й інвесторів на ринку України.

Ріелторські компанії — це фірми-посередники з торгівлі та оренди об'єктів нерухомості. Ріелтери працюють за угодами з продавцями та орендодавцями нерухомості. Зазвичай плата за послуги фірми коливається від 3 до 10 % суми угоди залежно від складності об'єкта та кон'юнктури ринку нерухомості. Законодавством України не передбачається обмеження розміру комісійних, тому максимальний відсоток у деяких випадках може бути

значно вищим. Як правило, в угодах з власниками нерухомості передбачаються термін реалізації об'єкта. Ріелтери укладають з клієнтами ексклюзивні угоди на продаж нерухомості, зміст яких полягає в набутті виключних прав на продаж певного об'єкта нерухомості, а його власник, підписавши ексклюзивну угоду, бере на себе зобов'язання не укладати угод з іншими ріелторськими організаціями.

Діяльність ріелторських компаній в Україні. В Україні створено Асоціацію ріелтерів, функції якої поки що зводяться до методичної організації сертифікаційних курсів для своїх членів. У майбутньому розвиток цього важливого елемента інфраструктури ринку інвестиційних товарів вимагатиме створення комп'ютеризованої інформаційної мережі, участі ріелтерів у процесі приватизації, та реалізації не тільки житла, але й промислових, культурно-громадських і комунальних об'єктів. Якщо про діяльність ріелторських фірм говорити мовою цифр, то деякі фахівці вважають, що з-поміж сотні ріелторських компаній, які зараз працюють у Києві, до 2011 року будуть функціонувати 30—40, тобто кількість їх скоротиться у 2,5 разу. За останні 2 роки (2009—2010) кількість компаній, що надають ріелторські послуги в Києві, скоротилася більш удесятеро. Таке зменшення числа ріелторів пов'язане передусім зі зменшенням кількості угод, що спостерігалось наприкінці 2008 року і аж до середини 2010-го, і, як наслідок, неможливістю при цьому утримувати компанію. Нині в Києві близько 55 % всіх угод здійснюються за допомогою ріелторів двох великих компаній і 2—3-х середніх, частка дрібних організацій становить близько 20 %, 10 % угод здійснюються за допомоги приватних ріелторів, близько 15 % угод здійснюється без посередництва ріелторів.

У 2011 році головною тенденцією розвитку ріелторського ринку стане збільшення числа угод великих і середніх компаній до 65 % від загалу і, відповідно, зменшення частки угод у дрібних компаній до 17—20 %, приватних брокерів до 5—7 %. Кількість угод без залучення брокерів може скоротитися до 10 %¹.

Інжинірингові фірми. У широкому розумінні такі фірми слід позиціонувати як спеціалізовані суб'єкти ринку будівельних робіт і послуг, своєрідні «інжиніринг-центри» будівельного проекту, відповідальні за управління ресурсами інвестора й перебіг виконання проекту.

¹ Сайт Асоціації фахівців з нерухомості в Україні / [Електронний ресурс]. — Доступно з: www.asnu.net.

Вужче розуміння зводиться до того, що інжинірингові фірми (проектанти) — це фірми, які здійснюють розробку на договірних засадах різного роду документації — інформаційної, науково-технічної, проектно-кошторисної та іншої. Такі фірми накопичують бази даних про умови розміщення певних об'єктів, про галузеві, територіальні і міжрегіональні рівні конкуренції, нормативи, технічні умови виробництва будівельно-монтажних робіт, про регіональні рівні цін на інвестиційні товари. Згодом вони публікують цю інформацію у спеціалізованих періодичних довідниках. Ці суб'єкти, залежно від спеціалізації, можуть мати у своєму розпорядженні широкий портфель типових проектів, які відповідають рівням світових стандартів.

Функції інжинірингових фірм такі:

- вибір проектувальника (за згодою інвестора), оцінювання готовності проектно-кошторисної документації (ПКД) відповідно до вимог проекту, управління доробкою й узгодженням ПКД;
- вибір як генерального підрядника виконавців проекту — субпідрядників, постачальників, узгодження їхніх дій у межах проекту, відповідальність за своєчасне й достатнє забезпечення проекту всіма видами ресурсів;
- формування надійного інформаційно-аналітичного, програмного та методичного забезпечення стану проекту й рівня використання ресурсів інвестора у рамках проекту¹.

Діяльність інжинірингових компаній в Україні. Ринок інжинірингових послуг в Україні зараз можна схарактеризувати як такий, що активно формується, зі стабільним щорічним приростом. Окрім того, на ринку достатньо інжинірингових компаній як з уже сформованим іміджем і репутацією, так і щойно створених. Існує чимало вузькоспеціалізованих інжинірингових компаній, але тільки деякі з них здатні надавати послуги комплексного інжинірингу — супровід об'єкта впродовж усього його життєвого циклу — від розроблення концептуального проекту створення об'єкта генерації і подальшого технічного супроводу експлуатації об'єкта до ведення об'єкта з експлуатації. До речі, що в Україні ці суб'єкти беруть участь не тільки в будівельних інвестиційних проектах, а також у проектах, пов'язані з послугами у галузі енергетики (ТОВ «Теплоэлектропроект»), геодезії та геології (ТОВ «АВ Інжиніринг»), зв'язку (АТЗТ «Атлас»), інформатизації (АТЗТ «Важпроматоматика»). Утім, переважно це все ж

¹ Чертков О. Ю. Будівельно-інжинірингові фірми як основа модернізації організації будівництва. — К.: Рукопис, 2007. — С. 78.

таки діяльність у сфері будівництва (ПП «Домосвіт», ТОВ «Комфортбуд», ВАТ «Львівський проектний інститут», ТОВ «Архіград»).

Еккаутингові фірми — це компанії, діяльність яких полягає в розробленні на договірних засадах різного роду документації для інвестора. Функції еккаутингової компанії зводяться до:

- розроблення науково-технічної документації;
- розроблення проектно-кошторисної справи;
- аналізу бізнес-планів проектів;
- оформлення бізнес-довідки.

Бізнес-довідка дає можливість ухвалити рішення щодо доцільності й умов ведення справ з цим суб'єктом господарювання; уникнути видачі позик і кредитів ненадійним клієнтам; оцінити доцільність придбання цінних паперів; правильно побудувати відносини із замовниками; оцінити фінансову стійкість потенційних клієнтів, постачальників, конкурентів або партнерів, а також ризики. Еккаутинг часто сполучається з аудитом. В інвестиційному процесі це важливий інструмент зниження рівня фінансового ризику.

Діяльність еккаутингових фірм в Україні, на жаль, недостатньо розвинена, бо виконання більшості їхніх функцій перебирають на себе господарювання (аудитори, будівельні організації, девелопери). Та попри слабо виражений характер розвитку еккаутингу в Україні, на ринку представлені такі еккаутингові фірми: ТОВ «Лекан», ТОВ «Де люкс АФ», ТОВ «Астор-Україна» тощо.

Маркетингові бюро. Маркетингові бюро — це функціональні суб'єкти інвестиційного процесу, головна мета яких полягає у визначенні становище ринку, де буде представлений об'єкт інвестування. Маркетингові компанії є чи не найпершими, до яких звертаються до початку реалізації інвестиційного процесу. Маркетингові дослідження є інструментом їхньої діяльності. Саме від результату маркетингових досліджень залежить доля інвестиційного задуму: реалізація чи закриття проекту. Окрім діяльності маркетингових компаній на початку інвестування коштів у проект, вони відіграють важливу роль на етапі просування товару на ринок.

Коло функцій маркетингових компаній доволі широке. Узагальнивши, можна виокремити: маркетинговий аутсорсинг; маркетингові дослідження (опитування, тестування (зокрема Hall-тест і Номе-тест), фокус-група, глибинне інтерв'ю, таємний покупець, спостереження, кабінетний аналіз); складання як усього бізнес-плану підприємства, так і окремо його маркетингового

плану; ціноутворення; просування об'єкта інвестування та його бренда (за наявності).

Діяльність маркетингових бюро в Україні доволі розвинена, хоча з початком кризи спостерігалось зменшення замовлень послуг, що їх надають маркетингові компанії. Однак попит на маркетингові послуги поступово відновлюється. Залежно від виду маркетингу на вітчизняному ринку представлені компанії, які здійснюють маркетингову діяльність, зорієнтовану на продукт, зорієнтовану на споживача, змішану (поєднання двох попередніх), дослідження товарів споживчого попиту (передбачає дослідження потреб споживчого ринку, розроблення та реалізацію товарів широкого вжитку) та виробничо-технічного призначення (передбачає вивчення промислового ринку, розроблення товарів промислового призначення, упровадження їх на ринок та реалізацію), дослідження стану прямих інвестицій (досліджує проблеми інвестиційної діяльності національної фірми за межами країни). Потрібно зазначити, що найпоширенішим видом є змішана маркетингова діяльність.

В Україні активно ведуть діяльність як вітчизняні компанії (Західна маркетингова компанія, Бізнес Медіа Груп, Маркетинг-бюро ЕКСЕЛЕНЗ., ТОВ Маркетингова компанія Сінергія), так і іноземні фірми або їх представництва (DMG-Alliance, R&B Group, SIREX Marketing Service, IFAK, PRI Inc.).

В нашій країні діє Асоціація маркетингу в Україні. Основними завданнями асоціації є: розроблення стандартів роботи маркетологів; формування інформаційної платформи для професіоналів у сфері маркетингу; пропаганда маркетингу як науки; формування цивілізованого бізнес середовища в Україні; просування маркетингу як чинника, що визначає економічний розвиток і благоустрій країни; підтримка малого і середнього бізнесу шляхом упровадження принципів маркетингу в господарську діяльність.

Оцінювачі — це функціональні учасники інвестиційного процесу, діяльність яких полягає в проведенні оцінювання майна, розгляді та підготовці висновків, що визначають вартість майна. Такі суб'єкти відіграють важливу роль у визначенні ринкової вартості об'єкта інвестування й ефективності інвестиційного проекту загалом. Їхні функції такі:

- здійснення власне оцінювання майна (оцінювання вартості бізнесу, оцінювання вартості підприємства, оцінювання нерухомості, оцінювання цінних паперів, оцінювання нематеріальних активів, оцінювання дебіторської заборгованості, оцінювання патентів, ліцензій, ноу-хау, оцінювання обладнання та автомобілів);

- надання консультацій з оцінювання майна;
- рецензування звіту про оцінку майна;
- розроблення методичної документації з оцінювання майна;
- навчальна діяльність оцінювачів.

Діяльність оцінювачів в Україні здійснюється на основі Закону України «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оцінну діяльність в Україні». Потрібно сказати, що зараз обсяг ринку послуг оцінювання значно зменшився із настанням кризи. Зменшення попиту на послуги спричинило фактичне припинення діяльності великої кількості компаній-оцінювачів або скорочення штатів. Особливо це стосується компаній, левову частку в доходах яких становили гонорари від оцінювання предметів застави, оскільки комерційні банки значно зменшили обсяги кредитування під заставу майна. Окрім того, зібрати інформацію про об'єкти оцінювання стало проблематичніше, адже на ринку відсутні готові прогностичні дані, визначення прогностичного курсу долара, зміни ВВП, інфляції тощо. Така ситуація вимагає залучення професіоналів у сфері маркетингу й аналітики, фінансового моделювання. А це, своєю чергою, істотно збільшує витрати на виконання робіт з оцінювання. Досить активними оцінювачами на інвестиційному ринку є ТОВ «Центр експертних послуг (експертне оцінювання майна)», ТОВ «Експерт», оцінна компанія «Аверті», Агенція експертного оцінювання, оцінна компанія «Ай нест», ТОВ «Альянс-експерт» тощо.

Окрім того, в Україні діє добровільна всеукраїнська громадська організація «Українське товариство оцінювачів». Головним завданням товариства є сприяння підготовці висококваліфікованих спеціалістів з питань приватизації, корпоратизації й експертного оцінювання та сприяння розвитку приватної власності.

Спеціалізовані засоби масової інформації (ЗМІ). Суб'єкти інвестиційного процесу доводять інформацію про новостворений об'єкт через засоби масової інформації. Саме за їхньою допомогою формується уявлення про наявні на ринку об'єкти інвестицій. Через ЗМІ можна не тільки залучати орендарів та покупців інвестиційних об'єктів, а також звертатися по необхідні фінансові ресурси для реалізації інвестиційного проекту. В основному суб'єкти інвестиційного процесу працюють із фаховими друкованими виданнями, телебаченням, інтернет-виданнями. В Україні розміщують інформацію про інвестиційні проекти у таких журналах: «Нерухомість Києва», «Мир Квартир», «Нерухомість Ревю», «Заміська нерухомість», Газета «Property Times», «Комерційна нерухомість» «Бізнес», «Інвестгазета», «Ринок цінних паперів» тощо.

Вельми популярним також є інтернет-видання: www.neruhomist-ua.com, www.kapstroy.kiev.ua, www.develop.com.ua, www.develope-rov.net, www.developer-in.ua.

Отже, на підставі дослідження наукових поглядів учених визначено, що функціональні учасники інвестиційного процесу — це суб'єкти господарювання, діяльність яких має комерційний характер і пов'язана з організацією інвестиційного процесу та підвищенням ефективності інвестування. Це дало нам перелік функціональних учасників інвестиційного процесу. До цієї групи учасників процесу інвестування належать такі суб'єкти: девелопери, консалтингові компанії, аудиторські фірми, будівельні організації, ріелторські компанії, інжинірингові фірми, еккаунтингові компанії, маркетингові бюро, оцінювачі, спеціалізовані ЗМІ.

Проведене дослідження вможливило визначення основних рис функціональних учасників інвестиційного процесу: нижчий рівень регулювання з боку державних органів влади порівняно з інституціональними інвесторами; незмінність грошової маси в обігу; постійне отримання комісійної винагороди за свої послуги; висновки щодо доцільності інвестування можуть не вплинути на прийняття кінцевого рішення інвестора; у більшості випадків функціональні учасники не беруть на себе ризики, в разі банкрутства функціонального учасника інвестиційного процесу це не завдасть глибокої соціально-економічної шкоди, на відміну від інституціональних інвесторів; реалізація інвестиційного процесу можлива і без участі функціональних учасників.

Окрім того, було схарактеризовано переваги залучення функціональних учасників до реалізації інвестиційного проекту. Це зокрема: швидкість, мобільність, ефективне використання інвестиційних ресурсів, зниження рівня витрат інституціональних інвесторів.

У процесі дослідження було проаналізовано діяльність функціональних суб'єктів інвестиційного процесу. Визначено загальну тенденцію розвитку: під час кризи кількість їх зменшилася, оскільки чимало проектів заморозили. Разом із тим, на ринку спостерігається експансія іноземних функціональних учасників, які принесли зі своїм приходом новітні послуги, що назагал сприятиме розвитку ринку функціональних учасників.

Розділ 5

ПРІОРИТЕТИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В КОНТЕКСТІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ УКРАЇНИ

5.1. Розвиток фінансового ринку як передумова активізації інвестиційного процесу

О. О. Смірнова

Важливою передумовою економічного піднесення країни є активна політика на інвестиційному ринку. Вступ України в систему ринкових відносин унеобхіднив перетворення в усіх галузях економіки. Загальне поліпшення економічної ситуації в Україні зумовлює зростання показників вітчизняного фінансового ринку, тому діяльність на фінансовому ринку всіх основних учасників та посередників на ринку фінансових послуг стає дедалі важливішою.

Фінансовий ринок являє собою спосіб перерозподілу фінансових ресурсів між суб'єктами господарювання, між ними та державою, між державою та населенням, між учасниками бюджетного процесу та окремими міжнародними фінансовими організаціями. Головною його метою є вдосконалення мобілізації і розподіл фінансових ресурсів, які сконцентровані у суб'єктах суспільства (державних органах, підприємствах у населення) та своєчасного спрямування їх для забезпечення соціально-економічного розвитку.

За допомогою фінансового ринку здійснюються такі розподільні і перерозподільні процеси фінансових ресурсів, які не може виконати жодна ланка фінансової системи, зокрема мобілізуються і використовуються тимчасово вільні фінансові ресурси або ресурси, що мали інше цільове призначення.

Фінансовий ринок виконує низку функцій:

а) мобілізує тимчасово вільні фінансові ресурси із різних джерел і розподіляє їх між конкретними споживачами;

б) здійснює посередництво між продавцями та покупцями фінансових ресурсів;

в) визначає напрями найефективнішого використання фінансових ресурсів;

г) створює умови до мінімальних фінансових ризиків;

г) сприяє процесу прискорення обігу фінансових ресурсів.

Суб'єктами фінансового ринку виступають комерційні банки, валютні та фондові біржі, інвестиційні фонди (компанії), пенсійні та страхові фонди, Національний банк України, лізингові організації та інші фінансові установи, які згідно із чинним законодавством можуть здійснити операції на фондовому ринку.

Об'єктами фінансового ринку слугують готівкові грошові кошти, банківські кредити, цінні папери.

За видами фінансових активів фінансовий ринок поділяється на валютний ринок, ринок кредитів, ринок цінних паперів і ринок фінансових послуг. Кожен із них має свою внутрішню структуру й може поділятися на окремі підрозділи.

Особливість розвитку вітчизняного фінансового ринку полягає в такому: по-перше, він є ринком фінансових послуг; по-друге, має переважно борговий характер; по-третє, тут застосовуються переважно фінансові інструменти з фіксованою доходністю.

Інвестиційний ринок є сегментом ринкового середовища, на якому формується інвестиційні пропозиція та попит на об'єкти вкладень різних форм капіталу, головними акторами виступають інвестори, вкладники, замовники та інші учасники інвестиційної діяльності, котрі забезпечують просування інвестиційних намірів.

Держава прагне залучати іноземні інвестиції та зберігати національних інвесторів, тому державне регулювання інвестиційного ринку — одне з найважливіших завдань державної політики. Створення дієвого національного інвестиційного ринку, що перерозподіляє потужні інвестиційні ресурси, є необхідним підґрунтям створення потужної національної економіки. Ураховуючи ту ситуацію, що склалася на міжнародних інвестиційних ринках, і ті негативні наслідки, що вплинули на вітчизняний ринок інвестицій, виникає потреба в системному та послідовному регулюванні цього ринку та контролі інституцій, що функціонують на ньому.

Для ефективного функціонування вітчизняного фінансового та інвестиційного ринків у найближчий час конче потрібно розв'язати завдання:

1) підвищення капіталізації суб'єктів фінансового ринку, їх конкурентоспроможності, ефективності систем управління ризиками та компенсаційних механізмів ринку;

2) подолання дискретності та фрагментарності вітчизняного фінансового ринку, піднесення цілісності внаслідок врівноваженого розвитку всіх його сегментів;

3) консолідація біржової та депозитарної систем на принципах регульованих ринків Європейського Союзу та досвіду інтеграції обліково-розрахункової інфраструктури;

4) захист прав інвесторів на ринках злиття і поглинань, домінування в сукупному обсязі частки портфельного інвестування;

5) створення нового корпоративного законодавства, систем розкриття інформації для громадян-інвесторів та професійних користувачів, упровадження міжнародних стандартів обліку та фінансової звітності;

6) розбудова ринків похідних фінансових інструментів (деривативів), упровадження новітніх фінансових інструментів та технологій на грошовому ринку, в системах хеджування фінансових ризиків на ринках енергетичних та товарно-сировинних ресурсів;

7) підвищення ролі інститутів спільного інвестування, довірчого управління майном (траст-фонди) та недержавного пенсійного забезпечення для акумуляції сукупних національних накопичень і спрямувань у реальний сектор економіки;

8) реформування системи державного регулювання фінансового ринку на засадах консолідованого пруденційного нагляду за діяльністю універсальних фінансових установ та промислово-фінансових груп.

Основними резервами зростання фінансового ринку є використання заощаджень населення через різноманітні фінансові інструменти та інститути.

Безпосередньо інвестиційна діяльність банківських установ виявляється в наданні кредитів, здійсненні операцій з цінними паперами, портфельному інвестуванні, залученні іноземних інвестиційних ресурсів, трастовому управлінні ресурсами, участі в інвестиціях у складі фінансово-промислових груп тощо. Крім того, майже всі операції на інвестиційному ринку здійснюються опосередковано через банки, в тому числі через системи переказів коштів.

За оцінками фахівців, розвиток банківського сектору економіки та інвестиційної діяльності в Україні визначаються певним рівнем взаємозалежності в короткостроковому періоді. Характерним при цьому є переважне використання власних коштів суб'єктів господарювання для фінансування відповідної інвестиційної діяльності¹.

¹ *Васюренко Л.* Взаємозалежність розвитку банківського сектору та інвестиційної діяльності в Україні / *Л. Васюренко* // *Банківська справа*. — 2007. — № 1. — С. 24—28.

Одним з основних чинників інвестиційної орієнтації фінансового ринку є активізація процесів акумуляції коштів населення. Фінансова криза погіршила становище депозитної бази банківських установ, компаній з управління активами страхових компаній та інших фінансових інститутів.

Наприкінці 2008 року фінансисти стикнулися зі стрімким впливом депозитів, у IV кварталі населення зняло з рахунків 28,5 млрд грн, юридичні особи — 12 млрд грн. На початку жовтня виникла паніка вкладників, яка на першому етапі була пов'язана з процесами тимчасового адміністрування Промінвестбанку. Саме тоді похитнулася довіра до фінансового сектору. Практично одночасно розпочався активний приріст проблемних кредитів.

Нерідко клієнти відкрито відмовлялися гасити позики, в результаті за січень-грудень частка «проблемки» в загальному кредитному портфелі системи, за даними НБУ, зросла з 1,31 до 2,27 % (18,015 млрд грн). За оцінками фінансистів, у низці банків питома вага сумнівних позик у загальному портфелі на 1 січня 2009 року сягала 10—15 %.

У II кварталі 2009 року ситуація трохи стабілізувалася. У травні було знято мораторій НБУ на можливість закриття строкових депозитних рахунків, за якими термін ще не сплив. Банки знову почали кредитувати юридичних осіб. Державним банкам вдалося до кінця березня наростити свої кредитні портфелі, а саме: Ощадбанку — на 606 млн грн та Укрексімбанку — на 1,9 млрд грн, що фактично на 80 % забезпечило приріст по всій банківській системі. Саме це стало підтримкою не тільки операційної, а й інвестиційної діяльності окремих підприємств. Проаналізуємо ситуацію, що склалася у банківській системі країни впродовж 2010 року.

Для цього розглянемо основні індикатори її розвитку в першій половині 2010 року (табл. 5.1).

Таблиця 5.1

**ОСНОВНІ ІНДИКАТОРИ РОЗВИТКУ БАНКІВСЬКОЇ СИСТЕМИ
УКРАЇНИ 2009—2010 РОКІВ**

Показник	01.01.2009	01.10.2009	01.01.2010	01.04.2010	01.07.2010
Кількість діючих банків	184	185	182	175	176
У т. ч. з іноземним капіталом	53	49	51	51	52
Регулятивний капітал	123 066	128 051	135 802	150 220	147 503
Рівень простроченої заборгованості, %	2,45	7,56	9,36	9,93	10,82

Закінчення табл. 5.1

Показник	01.01.2009	01.10.2009	01.01.2010	01.04.2010	01.07.2010
Чисті активи (з урахуванням резервів)	926 086	889 959	880 302	875 267	885 572
Зобов'язання, у т. ч.:	806 823	771 991	765 127	748 535	758 410
кошти населення	213 219	200 542	210 006	218 186	238 937
Чистий фінансовий результат, млн грн	7 304	-20 944	-38 450	-4 423	-8 306
Офіційний валютний курс UAH / USD	7,7	8,004	7,985	7,925	7,907

* Джерело: Огляд банківської системи України за I півріччя 2010 року / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.credit-rating.ua/ua/analytics/analytical-articles/12743/>>.

У I півріччі 2010 року загальні активи банківської системи України збільшилися на 18,1 млрд грн і на 01.07.2010 року перевищили 1 трлн грн. Обсяг чистих активів (з урахуванням резервів по активних операціях) у зазначений період збільшився на 5,3 млрд грн.

За умов збереження низького платоспроможного попиту на банківські кредити з боку корпоративного та роздрібного сегментів, недостатньої ліквідності ринку корпоративних цінних паперів і низької прибутковості короткострокових вкладень на валютному та міжбанківському ринках у I півріччі 2010 року банківські установи активно купували урядові цінні папери та сертифікати НБУ, незважаючи на зниження прибутковості за такими інструментами. Порівняно з початком року обсяг вкладень банківського сектору в державні цінні папери збільшився на 61,5 % (до 32,66 млрд грн), НБУ у цінні папери зріс у 3,1 разу — до 14,1 млрд грн.

Обсяг ліквідних активів (кошти в касі, на рахунках в НБУ, кореспондуючих рахунках в інших банках та банківські метали) за зазначений період збільшився на 18 % (до 113,9 млрд грн), а питома вага їх у загальних активах банківського сектору становила 12,86 %.

На міжбанківському ринку розміщено менш як 5 % коштів банківської системи, що передусім зумовлене низькою прибутковістю таких операцій. Разом із тим у деяких банківських установ питома вага міжбанківських кредитів і депозитів у чистих активах перевищує 30 %, що, враховуючи особливості банківського

регулювання й операційного середовища, може суттєво обмежити ліквідність таких активів.

На тлі певної стабілізації економічної ситуації і зниження вартості ресурсної бази у I півріччі спостерігалось збільшення кількості банків, що кредитують, а також зниження середньої ставки за кредитами в національній валюті на 5,5 %. У 2010 році окремі банки відновили кредитування підприємств, при цьому кредитна активність банків у роздрібному сегменті залишалася слабкою.

Від початку поточного року банківськими установами було надано підприємствам нових кредитів на суму 441,2 млрд грн, тоді як населенню — 20,1 млрд грн, з яких 1,1 млрд грн — іпотечні. Частина кредитів надавалася позичальникам у рамках погашення раніше виданих позик (реструктуризація наявної заборгованості). У 2010 році кредитні портфелі збільшилися у 101-й банківській установі (у деяких — на 10 і більше відсотків), що не змогло компенсувати чисте погашення кредитів позичальниками загалом по системі: загальний кредитний портфель банківської системи країни у I півріччі 2010 року скоротився на 4 % — до 717,3 млрд грн. Це насамперед зумовлене погашенням населенням значного обсягу раніше отриманих кредитів (у вказаний період портфель таких кредитів скоротився на 22 млрд грн), а також ліквідацією окремих банків. Разом із тим платоспроможний попит на банківські кредити залишається низьким через високу вартість кредитних ресурсів. Мірою відновлення економіки можна очікувати поступового зниження відсоткових ставок за банківськими кредитами для населення і підприємств, а також значної лібералізації вимог до потенційних позичальників.

Незважаючи на застосовані дії банків з поліпшення якості дохідних активів (включно з переведенням на власні баланси застав з проблемних позик і продажів частин кредитів), у I півріччі 2010 року обсяг простроченої заборгованості за кредитами клієнтів збільшився на 7,66 млрд грн (станом на 01.07.2010 р. — до 77,59 млрд грн), а її питома вага в кредитному портфелі перевищила 10 %. Найбільш проблемними галузями залишаються сільське господарство (питома вага простроченої заборгованості становила 14 %), будівництво (17 %), торгівля (13 %), транспорт (12 %) і переробна промисловість (12,5 %). Питома вага простроченої заборгованості в портфелі фізичних осіб зберігається на рівні 10 %, хоча значний обсяг кредитів населення реструктуризовано. На початок II півріччя 2010 року сформовані резерви покривають 15 % загальної заборгованості за кредитами, хоча для деяких банків залишається проблема недостатнього резервування (що в

подальшому може спричинити значний тиск на капітал таких установ).

Отже, можна стверджувати, що банківська система, поступово виходячи з кризи та й відчуваючи надлишкову ліквідність, починає шукати шляхи підвищення дохідності власних активів. Планомірне зниження вартості ресурсів як на внутрішньому, так і на зовнішньому фінансових ринках та стабілізація економічної ситуації в країні, чому, зокрема, сприяє прибуття до України 2 листопада 2010 року місії Міжнародного валютного фонду, результатом перебування якої стало надання Україні другого траншу, створює в країні сприятливий інвестиційний клімат. Зокрема, для банківських установ перспективним шляхом виходу із ситуації, що склалася на фінансовому ринку, може стати розвиток проектного фінансування, яке здатне забезпечити бажаний рівень дохідності за помірною рівня ризиків.

Накопичення населення у валюті розглядаються як можливий чинник забезпечення притоку ресурсів, у тому числі для інвестування. Учасники інвестиційного ринку одночасно є і учасниками фінансового ринку. Суб'єкти фінансового ринку на інвестиційному можуть діяти у сфері акумуляції інвестиційних ресурсів, використання інвестиційних ресурсів на власні потреби та в наданні інвестиційних послуг (інфраструктура ринку). У період економічного піднесення 2000-х на Україну пролився золотий дощ. За даними Національного банку, у 2004—2008 роках сума зовнішніх запозичень українських компаній, банків і держустанов зросла на 79,4 млрд дол. а обсяг іноземних інвестицій збільшився на 37,5 млрд дол.

Надходження інвестицій і позик становили величезну за українськими мірками суму — за п'ять передкризових років вона майже досягла середньорічного обсягу виробництва всієї економіки (98,9 % середньорічного ВВП за 2004—2008 роки). Понад половину цих грошей потім пішли з країни: 19,8 млрд дол. США були витрачені на покриття зовнішньоторговельного дефіциту, не менш як 45,5 млрд дол. США було виведено за різними схемами, такими як фіктивний імпорт (переказ грошей в оплату товарів, які потім не надходять в Україну), операції із цінними паперами, торговельні кредити та страхові операції. Ще 1,8 млрд дол. США українські компанії спрямували на придбання активів за кордоном.

Чимала частина валюти залишилася в Україні. Насамперед це стосується міжнародних резервів НБУ, які у 2004—2008 роках збільшилися на 26,4 млрд дол. США. Запаси готівкової твердої

валюти в населення за розмірами можуть легко суперничати із резервами центрального банку. За даними НБУ, тільки за 2007—2008 роки українці накопичили в сейфах і матрацах 25,8 млрд дол. До 2007-го приріст доларових криївок регулятор оцінює як невеликий (точних даних не надає). Загальне збільшення обсягу валютних депозитів, а також готівки у ВКВ до 2007 року, на думку працівників НБУ, становило не більш як 1,02 млрд дол. США на рік.

Ще однією відмітною рисою сучасного фінансового ринку України є зростання ролі небанківських фінансово-кредитних установ (страхових та лізингових компаній, фінансових брокерів, пенсійних та інвестиційних фондів, компаній з випуску кредитних карток, ломбардів тощо), а також нефінансових організацій (пошта, торгові будинки, підприємства автомобільної промисловості тощо). Це наступний чинник інвестиційної орієнтації розвитку фінансового ринку. Основні форми діяльності цих установ на ринку позикових капіталів зводяться до акумуляції заощаджень населення, надання кредитів через облігаційні позики корпораціям та державі, мобілізації капіталу через усі види акцій, надання іпотечних та споживчих кредитів, а також кредитної взаємодопомоги. Вказані інститути ведуть гостру конкуренцію між собою як за залучення грошових коштів, так і в сфері кредитних операцій. Інвестиційні компанії здійснюють кредитування малих та середніх фірм. Їхні інвестиційні програми розраховані, як правило, на нетривалий період і здійснюються в невеликих масштабах, на відміну від інвестиційних банків.

Складність регулювання діяльності небанківських фінансових посередників визначається такими обставинами:

- система небанківських фінансових організацій розгалужена за напрямками мобілізації фінансових ресурсів та за видами діяльності, що ускладнює розроблення єдиних нормативів для контролю та аналізу;
- відбувається зростання кількості послуг, що надаються небанківськими фінансовими посередниками;
- має місце диверсифікація діяльності банківських установ, які створюють страхові, лізингові, інвестиційні компанії, що посилює їх взаємозалежність і одночасно зумовлює конкурентну боротьбу на ринку банківських послуг.

Попри жорстку конкуренцію процеси стабілізації економіки, поступової лібералізації фінансового ринку, характерні для сучасного етапу розвитку України, надають додаткові можливості для виявлення причин підвищеного взаємного інтересу між небан-

ківськими фінансовими установами (особливо страховими компаніями) та банками.

Розширення спектра фінансових послуг та їхньої якості спричинило зростання попиту на них і посприяло збільшенню кількості установ, що мають визначене законодавством право надавати такі послуги. Розглянемо динаміку зміни кількості небанківських фінансово-кредитних установ за останні роки (табл. 5.2).

Таблиця 5.2

ЗАГАЛЬНА КІЛЬКІСТЬ НЕБАНКІВСЬКИХ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНИХ УСТАНОВ У 2007—2010 РОКАХ*

Назва установи	2007	2008	2009	2010
Кредитні спілки	840	864	821	700
Страхові компанії	446	475	471	441
Ломбарди	309	312	373	400
Фінансові компанії	165	192	208	210
Недержавні пенсійні фонди	96	104	108	107
Адміністратори НПФ	50	49	44	43
Разом	1906	1996	2025	1901

* Джерело: Статистичні матеріали Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <[tp://www.dfp.gov.ua](http://www.dfp.gov.ua)>.

Кількість кредитних установ упродовж 2008 року невпинно збільшувалася, проте у I півріччі 2010 року, порівняно з аналогічним періодом 2009 року, їх поменшало на 109 одиниць, або на 12,5 %. Це пояснюється передусім наслідками прояву фінансової кризи — істотним погіршенням платоспроможності кредитних спілок, у результаті чого посилився контроль з боку Державної комісії з регулювання ринку фінансових послуг, зокрема вжиття заходів до кредитних спілок, які систематично не виконували заходів впливу, що раніше застосовувалися до них Державною комісією з регулювання ринку фінансових послуг. На особливу увагу заслуговує заява Міністерства внутрішніх справ України щодо необхідності заборони діяльності кредитних спілок в Україні. На нашу думку, така позиція органів влади є неприпустимою, бо, як показує світова практика, кредитні спілки виконують важливу роль в економіці країни. Крім того, питанням доцільності діяльності кредитних спілок має займатися винятково Міністерство фінансів і зокрема Державна комісія з регулювання ри-

нку фінансових послуг. І хоча зрозумілою є позиція органів МВС щодо численних порушень зокрема й кримінального характеру, зареєстрованих за останні роки у діяльності кредитних спілок, але адміністративна заборона на такий вид діяльності є не тільки недемократичним методом боротьби із шахрайством у країні, а й підриває імідж України як держави з ринковою економікою. Адже якщо сьогодні заборонити діяльність кредитних спілок, так само завтра після чергової кризи в банківському секторі можна забороняти діяльність комерційних банків, а згодом і приватну власність взагалі, оскільки за недостатньо ефективною системою державного контролю зловживання і шахрайства процвітають у будь-якій сфері вітчизняного фінансового ринку.

Щодо ринку страхування, то й тут яскраво помітні негативні наслідки фінансової кризи, основною проблемою для страховиків залишається недостатність ліквідних фінансових інструментів для проведення ефективної політики інвестування коштів у зв'язку з призначенням тимчасової адміністрації в банківських установах, де відкрито депозити страховиків, зростанням ризику невиконання зобов'язань перестраховиками-резидентами.

На думку експертів, за поточної тенденції розвитку страхового сектору частина компаній ставитиме ключовими завданнями зниження витрат, підвищення якості та прозорості стандартів роботи, інші будуть використовувати всі наявні можливості для успішної претензійно-позовної роботи з регресних позовів, треті намагатимуться залучати зовнішнє фінансування¹.

Одним із базових компонентів розвитку страхового ринку в 2010 році є обов'язкове страхування. Зокрема, зростання тарифів на обов'язкове страхування цивільно-правової відповідальності автовласників призведе до збільшення обсягів зборів на 10—25 %, при цьому розмір середньої виплати може збільшитися на 30—40 %, а кількість страхових компаній, що працюють у цьому сегменті, трохи поменшає. Це пов'язано із тим, що Моторним (транспортним) страховим бюро затверджено додаткові вимоги до платоспроможності компаній-членів Бюро, невиконання яких загрожує обмеженням або виключенням зі списку компаній, що мають право працювати за програмою обов'язкового страхування цивільно-правової відповідальності власників наземних транспортних засобів.

¹ Чекаючи попутного вітру / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.credit-rating.ua/ru/analytics/analytical-articles/12862>>.

Разом із тим, у більшості випадків у найближчий рік не буде спостерігатися зростання обсягів бізнесу, підвищення зборів премій або розширення регіональної присутності.

Основні зміни для страхового ринку попереду. Перша з них — перехід до оподаткування прибутку, а також скоригований порядок сплати податків у 2011 році, що може скоротити обсяги валових зборів і зменшити частку «схемного» страхування.

Чинниками здатними дати поштовх страхуванню, можуть стати: відновлення довгострокового банківського кредитування, особливо із використанням схем багаторічного страхування життя; створення можливостей для роботи недержавних пенсійних фондів, що може підштовхнути розвиток пенсійного страхування. Прихід іноземних інвесторів на страховий ринок — радше довгострокова, ніж найближча перспектива. Для стратегічних інвестицій (за винятком вкладень із країн СНД) українські страховики іще недостатньо прозорі і зрозумілі, потенційний інтерес поки охолоджується політичними ризиками. Понад те, на відміну від минулих років, коли в пріоритеті був вихід на український ринок, сьогодні західні фінансові групи більше цікавляться Росією. Причина — в більшій стабільності, яку продемонструвала російська економіка, тоді як в Україні ситуація куди менш прогнозована.

У найближчі місяці кризові явища й надалі змушуватимуть працюючих учасників страхового ринку ретельно планувати свої витрати, обережно і поступово збільшувати страхові тарифи, особливо в автотранспортному сегменті.

Збереження кризових явищ на українському страховому ринку в найближчі місяці буде зумовлено, в тому числі:

- проблематичністю отримання у 2010—2011 роках відчутних інвестиційних доходів від розміщення активів, а також від неосновної діяльності;

- прогнозованим зниженням обсягів премій з добровільного автострахування (КАСКО) у 2010 році й у першій половині 2011 року, з урахуванням поточної стагнації авто кредитування і можливої подальшої відмови низку клієнтів від продовження угод;

- обмеженими можливостями багатьох компаній переформувати свої страхові портфелі, зменшивши в них частку «моторних» ризиків;

- зростанням обсягу середньої страхової виплати не менш ніж на 15—25 %, зокрема через подорожчання вартості послуг асистентських компаній, оцінювачів (як юридичних, так і фізичних осіб), послуг СТО (запчастини тощо).

Як бачимо з таблиці 5.2, найдинамічніше у кризові роки розвивалися ломбарди, така тенденція пов'язана передусім із забезпеченням нагальних потреб фізичних осіб у грошових коштах. Ломбарди порівняно з банками та кредитними спілками надають малі за розмірами кредити. Упродовж 2008—2010 років середній розмір кредиту зростав від 400,9 грн до 603,3 грн. Станом на 30.06.2010 середній розмір кредиту збільшився на 22,2 % (до 570,8 грн) порівняно з відповідною датою 2009 року. Ломбарди залишаються одним із найбільш консервативних і стабільних фінансових інститутів для фізичних осіб: вони зорієнтовані на видачу дрібних та короткострокових кредитів, виконують своєрідну функцію соціально-економічних стабілізаторів за умов будь-яких економічних змін. Середня сума ломбардного кредиту коливається в межах від 300 до 650 грн¹.

Попри зміну настрою щодо фінансової кризи фондовий ринок України до травня 2009 року також прийшов із ліпшими показниками. Індекс ПФТС на 15 травня був на позиції 412,05 %, а вже у квітні 2010 року перевищив 1000 %, і незважаючи на невеликий спад у другій половині 2010 року, експерти позитивно оцінюють динаміку вітчизняних фондових індексів. Крім того, у жовтні 2008 року, за сприяння провідної російської фондової біржі РТС, було відкрито ПАТ «Українська біржа», що також має позитивно вплинути на розвиток фондового ринку в Україні.

Від початку року Міністерство фінансів України розмістило облігації внутрішніх державних позик (далі — ОВДП) на загальну суму 68 654,04 млн грн, середньозважена дохідність за якими становила 10,40 % річних (у листопаді — 8 001,10 млн грн із середньозваженою дохідністю 9,48 % річних), із них:

- сума коштів, що надійшла до Державного бюджету України протягом січня листопада 2010 року за результатами проведення аукціонів з первинного розміщення ОВДП, становила 38 421,35 млн грн із середньозваженою дохідністю 12,83 % річних (у листопаді — 601,10 млн грн із середньозваженою дохідністю 9,29 % річних);

- випущено ОВДП для погашення простроченої бюджетної заборгованості з податку на додану вартість протягом січня-листопада 2010 року на загальну суму 16 442,69 млн грн із середньозваженою дохідністю 5,50 % річних (у листопаді випуск ОВДП для погашення простроченої бюджетної заборгованості з податку на додану вартість не здійснювався);

¹ Статистичні матеріали Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.dfp.gov.ua>>.

- випущено ОВДП для збільшення формування статутного капіталу банків протягом січня—листопада 2010 року на загальну суму 6 390,00 млн грн із середньозваженою дохідністю 9,50 % річних (у листопаді випуск ОВДП для збільшення формування статутного капіталу банків не здійснювався);

- випущено ОВДП для збільшення формування статутного капіталу НАК «Нафтогаз України» протягом січня—листопада 2010 року на загальну суму 7400,00 млн грн із середньозваженою дохідністю — 9,50 % річних (у листопаді — 7400,00 млн грн із середньозваженою дохідністю 9,50 % річних).

Порівняно з попередніми роками загальний обсяг ОВДП, що перебувають в обігу, суттєво збільшився і на 01.12.2010 року становив 134 448,35 млн грн.

Погашення та сплата доходу за ОВДП здійснювалися своєчасно й у повному обсязі, який від початку року на 01.12.2010 року становив 28 962,34 млн грн, у тому числі основний борг — 19 294,94 млн грн, сплата доходу — 9 667,39 млн грн.

На вторинному ринку державних цінних паперів (організованому) обсяг укладених угод за січень-листопад поточного року становив 51 775,05 млн грн, тоді як за відповідний період 2009 року — 5 113,89 млн грн, середньозважений рівень дохідності, за яким укладалися угоди на організованому вторинному ринку державних боргових зобов'язань у січні-листопаді 2010 року, коливався в межах 9,27—15,66 %, а в аналогічному періоді 2009 року — у межах 5,16—25,89 %.

Обсяг ОВДП у власності нерезидентів упродовж січня—листопада 2010 року збільшився на 10 241,7 млн грн і на 01.12.2010 р. становив 10 724,9 млн грн, або 7,98 % від загальної суми ОВДП, які перебувають в обігу. Упродовж аналогічного періоду минулого року обсяг ОВДП у власності нерезидентів зменшився на 115,0 млн грн і на 01.12.2009 р. становив 352,2 млн грн.

Збільшення обсягів торгів ОВДП на вторинному ринку насамперед пов'язане зі зростанням зацікавленості банків у державних облігаціях України, оскільки до березня поточного року ОВДП мали високу прибутковість, що привернуло до них увагу інвесторів-нерезидентів. Ще однією з причин активізації вторинного ринку ОВДП стало те, що з 19 лютого 2010 року доступ до участі в аукціонах з первинного розміщення мають лише 14 банків — первинних дилерів. Решта бажаючих вкласти кошти в державні цінні папери змушена купувати їх на вторинному ринку.

Обсяг торгів ОВДП, акціями, корпоративними облігаціями та муніципальними цінними паперами в січні-листопаді 2010 року

збільшився порівняно з аналогічним періодом 2009 року більш як у 4,5 разу і становив майже 53,0 млрд грн (у січні—листопаді 2009 року — майже 11,7 млрд грн). Збільшення відбулося за рахунок суттєвого зростання обсягів торгів ОВДП. Обсяг торгів у січні-листопаді 2010 року порівняно з відповідним періодом 2009 року мав таку динаміку (рис. 5.1):

- за ОВДП збільшився в 9,5 разу і становив 47 003,30 млн грн (у січні-листопаді 2009 року — 4972,81 млн грн);

- за акціями зменшився в 1,0 разу і становив 3 657,35 млн грн (у січні-листопаді 2009 року — 3762,24 млн грн);

- за корпоративними облігаціями зменшився в 1,3 разу і становив 2180,57 млн грн (у січні—листопаді 2009 року — 2 915,30 млн грн);

- за муніципальними цінними паперами збільшився в 4,1 разу і становив 135,09 млн грн (у січні-листопаді 2009 року — 32,65 млн грн)¹.

Це є свідченням того, що якісні показники розвитку ринку цінних паперів, які полягають у здатності масштабно формувати справедливі ринкові ціни на фінансові інструменти, й досі залишаються на низькому рівні. Передусім це зумовлене майже повною відсутністю організованого сегмента ринку цінних паперів та єдиної мережі організованої торгівлі цінними паперами. Недостатня розвиненість ринку державних цінних паперів не дає імпульсу для подальшого розвитку корпоративного сегмента фондового ринку. Так, у розвитку первинного ринку ОВДП протягом поточного року спостерігаються незначні позитивні зрушення, але розвиток вторинного ринку ОВДП залишається недостатнім.

Крім того, не можна не враховувати того факту, що попри зростання темпів емісії корпоративних облігацій їхні обсяги все ще є незначними для вітчизняної економіки, а в структурі випусків цінних паперів переважають закриті випуски, які мають обмежений обіг і не можуть розглядатися як повноцінний фінансовий інструмент.

Урегулювання низки питань фондового ринку на законодавчому рівні надалі забезпечить розв'язання наявних проблем, сприятиме економічному розвитку країни в цілому, підвищенню конкурентоспроможності вітчизняної економіки та зростанню інвестиційного іміджу України у світі.

¹Загальний огляд фондового ринку України / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.bank.gov.ua/Publication/econom.htm>>.

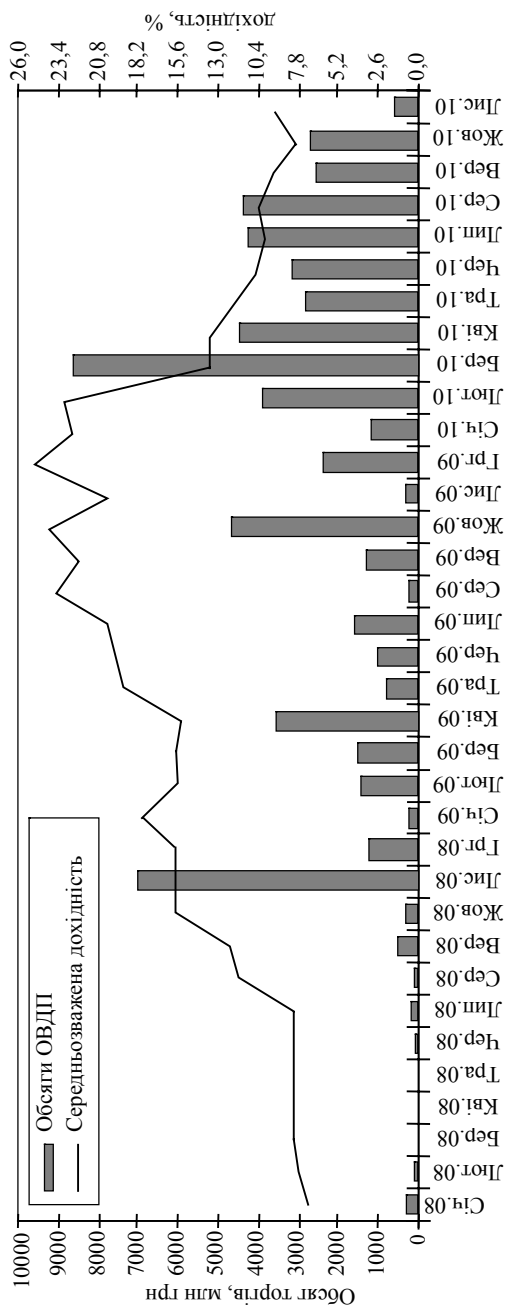


Рис. 5.1. ОВДП залучені до Державного бюджету*

* Джерело: Загальний огляд фондового ринку України — [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.bank.gov.ua/Publication/econom.htm>>.

Населення, яке донедавна наявну іноземну валюту задля збереження вартості своїх заощаджень, не полишає пошуків альтернативних способів вкладання коштів. При покупці доларів США по 8,0—8,10 грн місяць тому їхня купівельна спроможність уже знизилася на 5 %. Ресурс, накопичений населенням від початку кризи у вигляді готівки (у валюті та гривні), становить близько 90 млрд грн — цілком пристойна сума для стимулювання економічної активності в країні. Утім, низький рівень довіри до банків не дає змогу розраховувати на швидке повернення коштів населення на депозити. Вкладання в менш ліквідні активи (дорогоцінні метали, нерухомість або товари тривалого використання), навряд чи слушний спосіб зберегти чи примножити вартість своїх заощаджень, адже ціни на ці активи коригуються, і вихід з таких інвестицій за поточних умов — тривалий і витратний процес. Більш ліквідними інструментами є цінні папери — як акції, так і облігації.

Створення й ефективне функціонування фінансового ринку є основою ефективної перебудови економічної системи та її розвитку, оскільки саме через фінансові ринки здійснюється міжгалузевий, міжнародний перелив капіталів, що вможливорює оптимізацію динаміки суспільного відтворення. Розширене суспільне відтворення, що включає й економічні компоненти, можливе за рахунок активної інвестиційної діяльності всіх складових національного господарства. Банки, на відміну від своїх конкурентів, пропонують клієнтам широкий спектр фінансових послуг та продуктів. Особливо виграють у цій ситуації універсальні банки, які не концентруються на окремому секторі, а надають різноманітні послуги з гнучкими та вигідними умовами, мають розгалужену мережу філій та великі можливості фінансування операційної й інвестиційної діяльності. Завдяки тому, що більша частина вкладів населення сконцентрована в банках, останні мають великі можливості фінансування інноваційних процесів, різноманітних проектів тощо. Крім того, більшість банків мають вельми розгалужену мережу філій, що дає їм змогу вільно акумулювати кошти в будь-якій частині країни (бо навіть світу) та різних фінансових сегментах. Для банківського сегмента це формує найвпливовіший чинник інвестиційної орієнтації.

Наявність великого спектра небанківських фінансових установ, збільшення їх кількості, активів та, що вказує на великий ресурсний потенціал, формує наступний чинник інвестиційної орієнтації.

Виявлення достатніх накопичень валютних коштів у гривні та в іноземній валюті у населення виступає це одним сучасним чинником інвестиційної орієнтації фінансового ринку за умов фінансової кризи.

5.2. Система фінансування інноваційної діяльності

О. М. Юркевич

Процеси фінансування і стимулювання розвитку інноваційної діяльності посідають особливе місце в цілісній системі економічного механізму управління інноваційними процесами, які забезпечують тривале макроекономічне зростання країни. Використання інновацій суттєво впливає на економічний розвиток країни в напрямі прискорення структурної перебудови економіки, підвищення її конкурентоспроможності, інвестиційної привабливості та забезпечення фінансової безпеки країни у світовій економічній системі. Однак інноваційний розвиток разом із забезпеченням значних переваг для країни вимагає значних обсягів фінансування.

На сучасному етапі спостерігається досить низька ефективність заходів, що їх здійснюють як держава, так і приватний сектор у площині фінансування інноваційної діяльності, відставання України за більшістю показників (наукоємність валового внутрішнього продукту, обсяги державних витрат на науку, співвідношення обсягів фінансування витрат на науку та в інноваційну діяльність) від промислово розвинених країн світу. Так, витрати багатьох країн на науку (США, Німеччини, Великої Британії, Франції і Японії) перевищують увесь бюджет України і навіть створений ВВП. Спостерігається невідповідність основних пропорцій фінансування міжнародним стандартам та нормам (зокрема співвідношення обсягів фінансування прикладних і фундаментальних досліджень; співвідношення між державним і приватним фінансуванням), що в разі визнання й усвідомлення виняткової важливості інновацій для суспільного розвитку свідчить про відсутність достатньої фінансової бази для їх забезпечення.

Вітчизняній практиці фінансування інноваційної діяльності притаманні такі тенденції, як переважання в структурі джерел фінансування інноваційної діяльності власних коштів підприємств, за рахунок яких виконується майже 80 % загального обсягу інноваційних робіт, зменшення участі держави у фінансуванні інноваційної ді-

яльності, низька активність іноземних інвесторів та банківської системи. Причинами слабкої спрямованості банківського кредитування на інноваційну діяльність є: низький рівень капіталізації банків; домінування короткострокових кредитів у кредитному портфелі через брак довгострокових пасивів; висока вартість кредитних ресурсів; відсутність правового врегулювання державного гарантування та страхування кредитів на інновації.

Сучасний період розвитку національної економіки потребує організації і фінансового забезпечення інноваційної діяльності, які б створили необхідні передумови для швидкого й ефективного запровадження науково-технічних досягнень, забезпечили збереження і розвиток науково-технічного потенціалу пріоритетних напрямів розвитку, сприяли створенню необхідних матеріальних умов для збереження кадрового потенціалу науки і техніки. Завдання фінансування сфери науково-технічної та інноваційної діяльності полягає у визначенні необхідних обсягів фінансових ресурсів, джерел їх надходження та напрямів спрямування для забезпечення і стимулювання інноваційної діяльності.

Система фінансового забезпечення інноваційної діяльності — це сукупність економічних відносин у сфері пошуку, залучення й ефективного використання фінансових ресурсів. У науковій літературі немає єдиного формулювання згаданого поняття. Так, поряд із системою фінансового забезпечення мають право на існування такі формулювання: фінансовий механізм стимулювання інноваційного розвитку, механізм фінансово-кредитного забезпечення, система інвестування інноваційної діяльності. На підставі аналізу теоретичних досліджень систему фінансового забезпечення інноваційної діяльності можна визначити як сукупність взаємопов'язаних елементів (суб'єктів, об'єктів, джерел і методів фінансування інноваційної діяльності), спрямовану на стимулювання фінансування інноваційної діяльності, здійснення якої потребує значної концентрації фінансових ресурсів для отримання певного економічного ефекту (рис. 5.2).

Суб'єктами фінансування інноваційної діяльності є всі суб'єкти господарювання, зацікавлені в інвестуванні ресурсів в інноваційну діяльність для досягнення певного ефекту. До таких структур належать інноваційні підприємства (наукові організації, інноваційно активні підприємства, об'єкти інноваційної інфраструктури), державні органи влади (міністерства та відомства), спеціалізовані інноваційні фонди, різноманітні фінансові установи (банки, інвестиційні компанії, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди), венчурні фонди, іноземні інвестори та приватні особи.

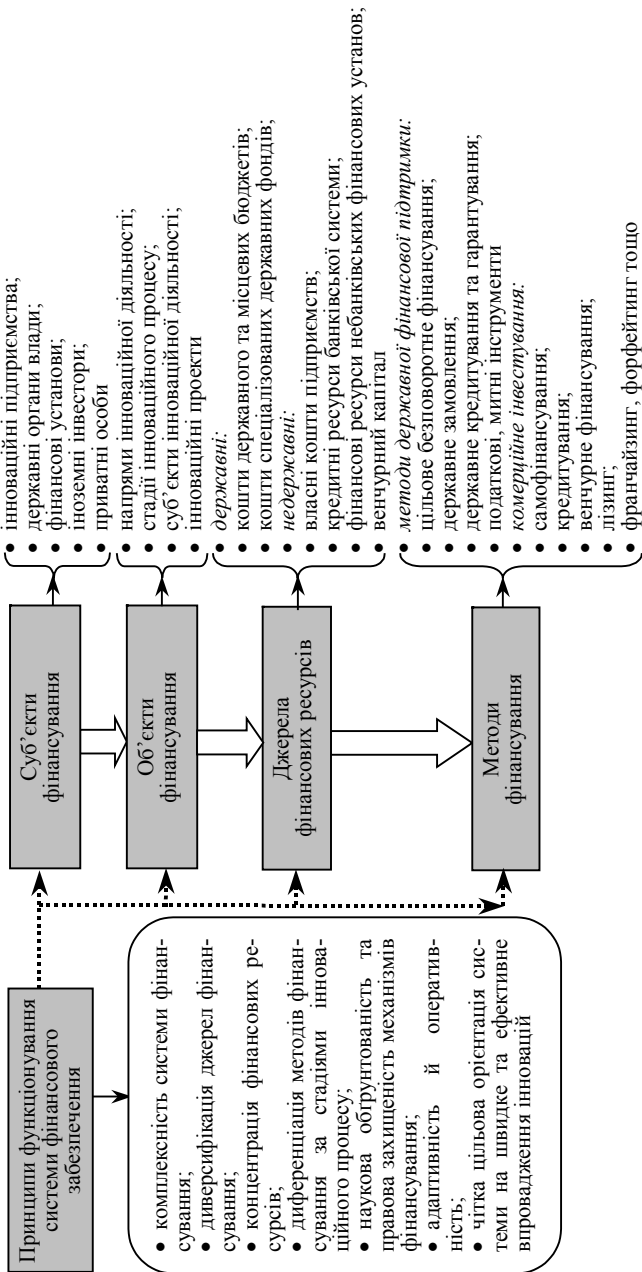


Рис. 5.2. Система фінансового забезпечення інноваційної діяльності^{*}

^{*} Розроблено автором.

Об'єктами фінансування стають, по-перше, різні стадії інноваційного процесу, ризикованість фінансування яких зменшується мірою наближення до кінцевого результату через підвищення ймовірності досягнення комерційного успіху від реалізації інновації; по-друге, суб'єкти інноваційної діяльності; по-третє, напрями інноваційної діяльності, що змінюються залежно від стратегії, обраної суб'єктом інноваційної діяльності.

На процес фінансування інноваційної діяльності впливають особливості її здійснення, основними серед яких можна визначити такі.

По-перше, інноваційна діяльність характеризується високим рівнем невизначеності й ризику, що, своєю чергою, підвищує ризик неповернення інвестованих в інноваційну діяльність ресурсів. Зокрема, А.Сміт наголошує, що власник іде на економічний ризик заради реалізації комерційної ідеї й отримання прибутку.

П. Друкер зазначає, що підприємець завжди стикається із ризиком, причому рівень ризику є високим, а шанси на успіх доволі невеликими¹. Фахівці, котрі досліджують теорію інноваційного ризику, вважають інноваційний ризик мірою можливих збитків, які можуть виникнути в разі вкладання підприємством коштів у виробництво нових товарів, технологій, послуг, які не одразу сприймаються ринком або взагалі не знаходять свого споживача².

Інноваційна діяльність є наймінливішою, в ній виникають неясність і невпевненість у кінцевому результаті, що робить її вельми ризикованою. Отже, попри значний ризик втрат, який несе інноваційна діяльність, вона є джерелом можливого прибутку й ефективності. За деякими розрахунками, продукт, що має ринкову новизну, забезпечує прибуток у середньому на 25 % вищий, ніж традиційний. Інновація як ризиковий напрям діяльності веде до ефективнішого виробництва, від чого виграють підприємці, споживачі та суспільство.

Ризик в інноваційній діяльності — це ймовірність втрат, що виникають за інвестування суб'єктом господарювання коштів у виробництво нового інноваційного продукту чи продукції, які можуть не знайти очікуваного попиту на ринку.

Із ризиком підприємство стикається на різних етапах інноваційної діяльності. Рівень ризику змінюється залежно від етапу інноваційної діяльності. Так, у сфері науково-технічної діяльнос-

¹ Друкер П. Ф. Рынок: как выйти в лидеры: Практика и принципы. — М: Book chamber international, 1992. — 351с.

² Вітлінський В. В. Аналіз, оцінка і моделювання економічного ризику. — К.: Деміур, 1996. — 211 с.

ті припустима ймовірність отримання позитивного результату на стадії фундаментальних досліджень становить 5—10 %, прикладних наукових розробок — 85—90 %, дослідно-конструкторських розроблень — 95—97 %¹.

По-друге, вкладання фінансових ресурсів в інновації характеризується значним часовим лагом від моменту їх авансування до отримання комерційної віддачі.

По-третьє, для фінансування інновацій потрібен куди більший, ніж у звичайного підприємства, загальний стартовий обсяг інвестицій.

По-четверте, конкретним продуктом інноваційної діяльності можуть бути такі нематеріальні активи, як об'єкти інтелектуальної власності: ліцензії, патенти, свідоцтва про права власності, реалізація яких ускладнюється відсутністю механізму захисту прав на інтелектуальну власність.

По-п'яте, виходячи з того, що різним стадіям інноваційного процесу притаманні різні методи і форми фінансового забезпечення, слід відзначити дуже важливу особливість фінансового забезпечення інноваційного процесу — поступово прогресивний (мірою просування об'єктів інноваційної діяльності від однієї стадії до іншої) перехід від прямих форм державного фінансування до комерційного інвестування.

Система фінансування інноваційного розвитку має на меті забезпечення кожного суб'єкта інноваційної діяльності необхідними фінансовими ресурсами. Фінансові ресурси інноваційних підприємств являють собою сукупність грошових коштів, що перебувають в їхньому розпорядженні та призначені для забезпечення поточної діяльності й інвестування інноваційних заходів.

Фінансові ресурси інноваційних підприємств утворюють капітал, який за формою і напрямками свого використання є ризиковим (венчурним). Відомо, що інноваційній діяльності від самого початку притаманний підвищений рівень ризиковості, що зумовлює і ризиковість її фінансування (інвестування). Великий ризик втратити вкладений капітал зумовлюється такими причинами: непередбачуваність результатів творчого процесу, без якого немислиме нововведення; можливість помилковості ідеї інноваційного проекту; труднощі технічної його реалізації; непередбачуваність реакції ринку на появу новинки тощо.

¹ Основы инновационного менеджмента: Учебное пособие / Под ред. П. Н. Завлина, А. К. Казанцева, Л. Э. Минделли — М.: Экономика, 2000.

До того ж вкладення фінансових ресурсів в інновації характеризуються значним часовим лагом від моменту авансування коштів в інновації до отримання комерційної віддачі від них. Таким чином, поняття «ризиковий капітал» найадекватніше відображає характер використання фінансових ресурсів для здійснення інноваційної діяльності, характер зв'язку між різними етапами інноваційного циклу. Разом із тим треба розуміти, що рівень ризику інвестицій у нововведення істотно варіюватиме залежно від рівня невизначеності кінцевого результату інновацій (рівня новизни).

У науковій літературі розглянуто різні класифікації джерел фінансових ресурсів. Ці класифікації ґрунтуються на відмінних класифікаційних ознаках. На наш погляд, найповнішою і найчіткішою є класифікація, запропонована українським дослідником М. Є. Сорокіним¹, котрий виокремлює три основні підходи до визначення і класифікації джерел фінансування. Це дає змогу проаналізувати всі джерела фінансування різнобічно й у повному обсязі (табл. 5.3).

Таблиця 5.3

КЛАСИФІКАЦІЯ ДЖЕРЕЛ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ ПІДПРИЄМСТВ, ЩО ЗДІЙСНЮЮТЬ ІННОВАЦІЙНУ ДІЯЛЬНІСТЬ

Підхід	Зміст	Джерела фінансування
Ресурсо-постачальний	Цей підхід ґрунтується на систематизації джерел фінансування відповідно до місця утворення (виділення) фінансових ресурсів — типу організації або приватної особи, що фінансує інноваційне підприємство, а іноді й типу відповідного ресурсу (в останньому разі вказують вид запропонованого фінансового інструменту — кошти на відсотковій чи безвідсотковій основі, тип цінних паперів тощо. За застосування ресурсо-постачального підходу розрізняють кошти різноманітних фондів та інвесторів. <i>Недоліки:</i> за такого підходу велика ймовірність втрати чи неадекватного найменування джерела фінансування, або плутанини в переліку, що наводиться	Як основні джерела, які використовуються для фінансового забезпечення інноваційної діяльності, враховуючи вищезгаданий підхід, можна назвати: • бюджетні асигнування; • кошти спеціальних державних позабюджетних фондів фінансування. • власні кошти підприємства; • кредитні ресурси банківської системи; • фінансові ресурси небанківських фінансових установ та різних комерційних структур; • іноземні інвестиції; • кошти національних і закордонних наукових фондів; • приватні накопичення фізичних осіб тощо. Довжина цього списку суттєво залежить від варіанта об'єднання всіх постачальників фінансових ресурсів, тобто додаткових ознак класифікації

¹ Фінансування малих інноваційних підприємств у перехідній економіці: Автореф. дис. на здобуття наук.ступеня канд. екон. наук: спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / М. Е. Сорокін. — Київ, 2001. — 19 с.

Закінчення табл. 5.3

Підхід	Зміст	Джерела фінансування
Обліковий	Згідно з <i>обліковим підходом</i> , ідентифікація різноманітних джерел фінансування ґрунтується на прийнятій системі обліку, на статтях пасивів підприємства — одержувача фінансових ресурсів	<ul style="list-style-type: none"> • Довгострокові зобов'язання • короткострокові зобов'язання • кредиторська заборгованість • тощо
Фінансово-аналітичний	З метою аналізу процесу фінансування важливо додатково до попереднього підходу агрегувати деякі статті пасивів та субрахунків для розгляду джерел фінансування з позицій їх фінансово-економічної природи	<p>Власний капітал:</p> <ul style="list-style-type: none"> • статутний капітал; • додатковий капітал; • резервний капітал; • нерозподілений капітал; • амортизаційні відрахування. <p>Зобов'язання:</p> <ul style="list-style-type: none"> • кредити банків; • зобов'язання за лізингом та орендою; • облігації; • кредиторська заборгованість; • інші зобов'язання

Джерела фінансування інноваційної діяльності, на нашу думку, доцільно розподіляти на дві основні групи: державні та недержавні. Такий поділ зумовлений тим, що зараз в Україні сформувалася двосекторна модель фінансового забезпечення інноваційної сфери. Перший сектор представлений системою централізованого державного фінансування науково-технічної й інноваційної сфер, яка збереглася від часів командно-адміністративної планової економіки. У рамках цієї системи фінансування здійснюється безпосередньо з держбюджету, бюджетів міністерств і відомств, тією чи іншою мірою відповідальних за розвиток інноваційних процесів у країні, а також за рахунок коштів, які акумулюються спеціалізованими інноваційним фондами.

Другий сектор представлений недержавними джерелами фінансування інноваційної сфери, які охоплюють власні кошти інноваційних підприємств (наукові та науково-технічні організації, інноваційно активні підприємства, інтегровані інноваційні структури), кредитні ресурси банківської системи, фінансові ресурси небанківських фінансових установ та різних комерційних структур, венчурних фондів, іноземні інвестиції, приватні накопичення фізичних осіб тощо.

Зазначимо, що фінансові ресурси інноваційних підприємств мають специфічні джерела формування; такі, як венчурний капітал, особливістю якого є фінансування діяльності з підвищенням

ризиком шляхом надання певної суми грошових коштів в обмін на частку в статутному капіталі чи пакет акцій.

Методи фінансового забезпечення інноваційної діяльності можна поєднати у дві великі групи, що різняться за метою відповідних вкладень і способами контролю ефективності їх використання: державне фінансування та комерційне інвестування. Державне фінансування здійснюється методами прямої фінансової підтримки та непрямого стимулювання інноваційної активності, що передбачають цільове безповоротне фінансування, державне замовлення, державне кредитування, державне гарантування. Використання зазначених методів доцільне на перших непрогнозованих щодо економічної вигоди стадіях інноваційного процесу. До методів непрямого стимулювання інноваційної активності належать методи податкової, кредитної, митної, амортизаційної політики, спрямовані на стимулювання вкладень в інноваційну діяльність. Методи комерційного фінансування включають самофінансування, кредитування, венчурне інвестування, лізинг, франчайзинг.

Дослідження ефективності застосування різних методів державної фінансової підтримки науково-технічної й інноваційної діяльності дає підстави зробити висновок, що прямі методи фінансування інноваційної діяльності, домінування яких доцільне на початкових етапах реформування інноваційної сфери, держава використовує неповною мірою. Зокрема, недостатньо розвинені такі форми, як надання державних гарантій щодо інвестування в інноваційну сферу, страхування інноваційної діяльності, фінансування за пріоритетними напрямками.

Практика державного гарантування повернення кредитів на інноваційну діяльність набула неабиякого поширення у промислово розвинених країнах, однак поки що не дістала належного застосування в Україні. Державне гарантування повернення кредитів — один із найперспективніших шляхів залучення банківських ресурсів у процес фінансування інноваційної діяльності. Гарантування здійснюється за різними схемами, що їх умовно поділяють на дві групи: перша — держава гарантує повернення кредитів, наданих банками; друга — передбачає створення спеціальних інститутів для гарантування повернення кредитів.

Більшість дослідників вихідними принципами формування та функціонування системи фінансового забезпечення інноваційної діяльності вважають такі (табл. 5.4):

- комплексність системи фінансування;
- диверсифікація джерел фінансування;

- наукова обґрунтованість та правова захищеність механізмів фінансування;
- адаптивність і оперативність;
- чітка цільова орієнтація системи на швидке й ефективне впровадження інновацій.

Таблиця 5.4

КЛАСИФІКАЦІЯ ПРИНЦИПІВ ТА ПІДХОДІВ ДО ФУНКЦІОНУВАННЯ СИСТЕМИ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

Принципи	Зміст
Комплексність системи фінансування	Максимальне залучення всіх потенційних інвесторів, джерел фінансових ресурсів до процесу фінансування інноваційної діяльності, охоплення всіх напрямів інноваційної діяльності та стадій інноваційного процесу
Диверсифікація джерел фінансування	Потенційна можливість залучення підприємством фінансових ресурсів із різних джерел залежно від умов їх надання та потреб у додатковому капіталі
Наукова обґрунтованість та правова захищеність механізмів фінансування	Вибір пріоритетних напрямів фінансування має здійснюватися з урахуванням результатів прогнозно-аналітичних досліджень, використання методів планування для визначення необхідного обсягу фінансових ресурсів, оцінки ризиків тощо
Адаптивність і оперативність	Швидке та своєчасне увідповіднення системи динамічним змінам зовнішнього середовища
Цільова орієнтація	Спрямованість механізму на швидке та ефективне впровадження інновацій
Ефективність	Досягнення завдяки застосуванню фінансових стимулів обраних цілей
Спеціальні підходи	Зміст
Диференціації методів та джерел фінансування за стадіями інноваційної діяльності	Використання різних джерел, форм і методів фінансування на різних етапах інноваційної діяльності та життєвого циклу інновацій
Концентрації фінансових ресурсів	Концентрація фінансових ресурсів на пріоритетних напрямках науково-технологічного розвитку

Однак, на наш погляд, особливості інноваційного процесу та реальні тенденції розвитку національної економічної системи вимагають виділення поряд з класичними принципами ще низки спеціальних підходів, які слід урахувати для досягнення максимальної ефективності системи фінансування інноваційної діяльності.

Так, *по-перше*, доцільно використовувати диференційний підхід до фінансування різних стадій інноваційного процесу (рис. 5.3). Зміст його полягає у використанні різних форм та методів фінансування на різних етапах інноваційної діяльності та життєвого циклу інновацій. Необхідність застосування такого підходу зумовлена тим, що кожна стадія інноваційного процесу має певні значення таких параметрів: імовірність успішної реалізації інноваційного задуму, тривалість періоду від моменту інвестування коштів до отримання прибутку, обсяг необхідних фінансових ресурсів, можливість комерціалізації інновації. Усе це, своєю чергою, впливає на рівень ризику фінансування.

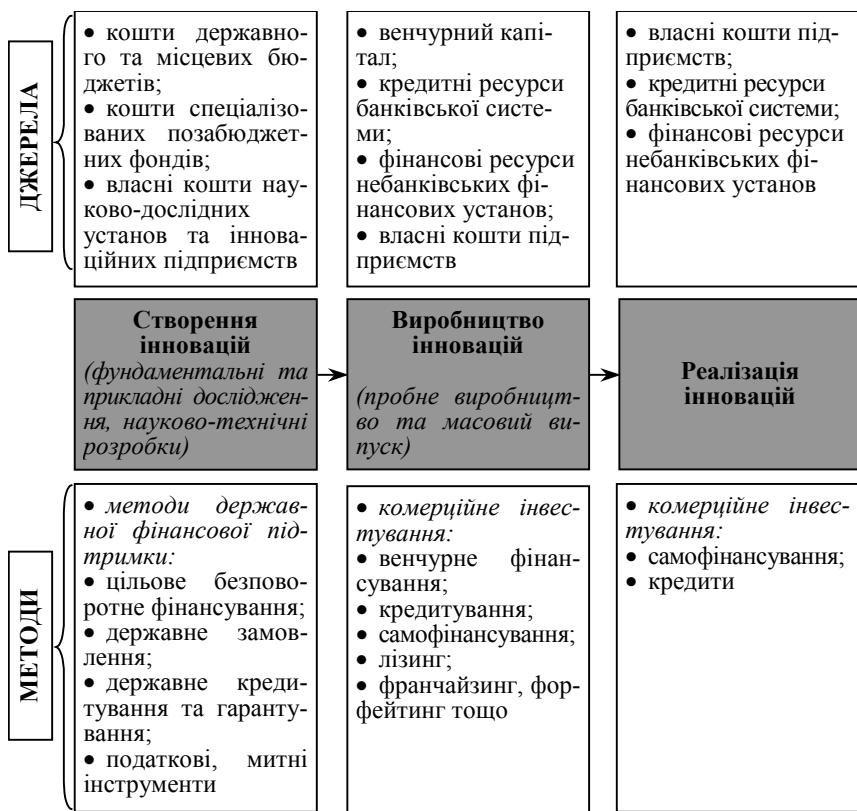


Рис. 5.3. Диференційований підхід до фінансування стадій інноваційного процесу

* Розроблено автором.

Дані рис. 5.3 свідчать, по-перше, про доцільність розмежування джерел і методів фінансування за стадіями інноваційного процесу, а також про необхідність переходу від прямого бюджетного фінансування до комерційного інвестування, оскільки фундаментальна наука в усьому світі розвивається в основному за рахунок коштів державного бюджету. Прикладні дослідження і розроблення, як правило, підтримуються державою і приватним сектором на паритетних засадах, оскільки вони значною мірою пов'язані з комерційним попитом. Такий підхід може передбачати некомерційну спрямованість фінансування найтриваліших і непрогнозованих щодо очікуваної економічної вигоди (а отже, найбільш ризикованих і невизначених) стадій інноваційного процесу. Це приводить до висновку про необхідність державної участі у фінансуванні й контролі інноваційних процесів, адже ринок у цьому разі нездатен забезпечити повною мірою необхідні суспільні витрати на розроблення інновацій, що справляють значний позитивний вплив на розвиток технологічного потенціалу суспільства.

По-друге, за умов обмеженості фінансових ресурсів необхідно дотримуватися принципу концентрації фінансових ресурсів на пріоритетних напрямках інноваційного розвитку, визначення яких слід здійснювати за результатами науково обґрунтованих прогнозно-аналітичних досліджень.

Обов'язковість визначення пріоритетів та необхідність застосування селективного підходу до визначення об'єктів державної фінансової підтримки зумовлені неспроможністю держави в достатньому обсязі фінансувати всі напрями і стадії інноваційного процесу. При визначенні пріоритетних напрямів фінансування інноваційної діяльності слід урахувати:

- 1) першочерговість фінансування прогнозно-аналітичних досліджень для з'ясування найактуальніших напрямів інноваційного розвитку;

- 2) у міру пріоритетності фундаментальних і прикладних досліджень як головних об'єктів прямої державної підтримки;

- 3) формування критеріїв пріоритетності з огляду на перспективність досліджень та універсальність їх результатів;

- 4) дію синергетичного ефекту за визначення галузевих пріоритетів.

Поєднання зазначених підходів позитивно позначився на ефективності державної фінансової політики, спрямованої на посилення інноваційної складової національної економіки.

З огляду на особливості фінансування інноваційної діяльності та виняткову важливість інноваційних процесів для розвитку

економіки об'єктивно необхідним є державне втручання у формування і розвиток інноваційної сфери, проте мірою набуття економічною системою країни ознак інноваційної орієнтованості та сприйнятливості до технологічно прогресивних змін скорочується участь держави в стимулюванні інноваційної діяльності. Дискусійними залишаються лише питання щодо форм і раціональних меж такої підтримки, її спрямування і механізмів здійснення.

5.3. Стан і тенденції інвестиційно-інноваційної діяльності

О. О. Смірнова, І. В. Власова

Здійснення активної структурної та інвестиційної політики, забезпечення переходу на інноваційний шлях розвитку є одним з основних пріоритетних напрямів розвитку та головною передумовою реалізації стратегії економічного зростання, що потребує значних капіталовкладень і вимагає від держави здійснення активної інвестиційної політики. Розвиток інвестиційно-інноваційної діяльності як на рівні окремого підприємства, так і держави загалом передбачає створення й ефективне функціонування чіткої системи фінансування на всіх стадіях інноваційного циклу. Лише за цих умов можливо забезпечити накопичення фінансових ресурсів та концентрацію їхню на найважливіших напрямках науково-технічної та інноваційної політики.

Серед економістів немає єдиного підходу щодо визначення забезпечення інноваційної діяльності. Одні економісти вважають, що інноваційна діяльність вимагає залучення тільки фінансових ресурсів, а фінансування є найважливішою складовою економічного забезпечення інноваційної діяльності¹. Інші — переконані, що здійснення інноваційної діяльності вимагає залучення інвестиційних ресурсів не лише у грошовій формі, а й у фінансовій (у вигляді різноманітних фінансових інструментів, що вносяться в статутний фонд підприємства: акцій, облігацій), матеріальний (у вигляді різноманітних капітальних товарів: машин, обладнання, будівель, сировини, матеріалів), нематеріальний (у вигляді різноманітних нематеріальних активів, які не мають речової форми, але

¹ *Антонюк Л. Л.* Інновації: теорія, механізм розробки та комерціалізації: Монографія / Л. Л. Антонюк, В. С. Савчук. — К.: КНЕУ, 2003. — С. 58.

беруть безпосередню участь в господарській діяльності підприємства: ноу-хау, права на промислові зразки й моделі тощо)¹.

З огляду на особливості сучасної національної економіки найголовніше значення та вирішальна роль у забезпеченні інноваційних процесів належить саме фінансовим коштам. Для забезпечення ефективного і цілеспрямованого дослідження фінансування інноваційної діяльності важливо систематизувати термінологію, пов'язану з відображенням такого процесу.

Досліджуючи фінансову складову інноваційного розвитку, необхідно визначитися з поняттям «фінансування». Аналізуючи наукові підходи до визначення цього поняття, С. В. Онишко доходить висновку, що можливість забезпечення різносторонньої характеристики фінансування з'являється за умови її розгляду як фінансової категорії, яка є абстрактним відображенням об'єктивно наявних фінансових відносин, їх різних проявів, аспектів і рис та способу управління певним економічним процесом². Необхідність і правомірність такого підходу найчіткіше простежується стосовно фінансування інвестиційно-інноваційної діяльності.

Фінансове забезпечення реалізується на практиці за допомогою основних елементів фінансового механізму, а саме: фінансових методів, інструментів, нормативів, лімітів, резервів тощо³. За методом впливу на соціально-економічний розвиток у фінансово-кредитному механізмі інноваційного розвитку М. І. Крупка вирізняє дві підсистеми: фінансово-кредитне забезпечення і фінансово-кредитне регулювання⁴.

Представники Інституту економічного прогнозування НАН України, які займаються проблемами довгострокового розвитку економіки, зокрема В. М. Геєць, В. П. Александрова, С. В. Онишко та С. С. Шумська, у дослідженнях фінансових аспектів інноваційної моделі розвитку віддають перевагу фінансовому забезпеченню такого розвитку. В. П. Александрова зосереджує увагу на питаннях пошуку, ролі структури та співвідношення між окремими джерелами фінансування⁵. В. М. Геєць зазначає: «влас-

¹ Управління інноваціями в сучасній організації: Монографія / [В. А. Євтушевський, М. О. Канаєва, О. І. Жилінська та ін.]; за ред. В. А. Євтушевського. — К.: Нічлава, 2006. — С. 142.

² Онишко С. В. Фінансове забезпечення інноваційного розвитку: Монографія / С. В. Онишко. — Ірпінь: Національна академія ДПС України, 2004. — С. 133.

³ Никифоров А. Є. Інноваційна діяльність: теорія і практика державного управління: Монографія / А. Є. Никифоров. — К.: КНЕУ, 2010. — С. 245.

⁴ Проблеми фінансового забезпечення інноваційного розвитку: Монографія / [за заг. ред. Т. А. Васильєвої]. — Суми: Вид-во СумДУ, 2009. — С. 125.

⁵ Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку: Монографія / [за ред. акад. НАН України В. М. Гейця]. — К.: ІЕП НАНУ; Фенікс, 2003. — С. 391.

не, фінансові ресурси є першочерговою основою забезпечення економічного зростання»¹. У цьому контексті С. С. Шумська вбачає загальну проблему фінансового забезпечення інноваційного розвитку в капіталізації економіки: «завдання формування національної фінансової системи набуває в моделі інноваційного розвитку особливого звучання і передбачає, серед іншого, орієнтацію на збільшення капіталізації економіки»².

Досліджуючи механізм фінансового забезпечення інноваційного розвитку економіки, С. В. Онишко вбачає його зміст у цілісному процесі, *по-перше*, власне фінансового забезпечення, *по-друге*, можливостей накопичування та відтворення фінансових ресурсів, *по-третє*, регулятивного потенціалу³. На перший план у такому процесі виходить формування «фінансового потенціалу», в якому об'єднуються наявні фінансові ресурси та їх резерви.

О. М. Юркевич зосереджує увагу на системі фінансового забезпечення інноваційної діяльності і визначає її як сукупність взаємопов'язаних елементів (суб'єктів, об'єктів, джерел і методів фінансування інноваційної діяльності), спрямовану на стимулювання фінансування інноваційної діяльності, здійснення якої потребує значної концентрації фінансових ресурсів для отримання певного економічного ефекту⁴.

Незважаючи на тривале використання як поняття інвестування, так і поняття фінансування, єдності стосовно їх економічного змісту серед фахівців досі не існує. У науковій літературі інколи трапляється ототожнення понять «джерела фінансування» та «джерела інвестування», що не можна визнати коректним. При інвестуванні можуть вкладатись не тільки фінансові ресурси, а й виражені в грошовому еквіваленті інші інвестиції, у тому числі основні та обігові кошти, майнові права, нематеріальні активи, кредити, права землекористування тощо.

Розвиток інноваційної діяльності в промисловості значною мірою визначається ефективністю інвестиційних процесів, їх орієнтирами та напрямками. Вони зумовлюють характер відтворювальних

¹ Гесць В. М. Уроки та перспективи ринкових реформ і довгострокового економічного зростання в Україні / В. М. Гесць // Економічна теорія. — 2004. — № 3. — С. 9.

² Шумська С. С. Капіталізація економіки України: оцінка і резерви зростання / С. С. Шумська // Економічна теорія. — 2004. — № 3. — С. 60.

³ Проблеми фінансового забезпечення інноваційного розвитку: Монографія / [за заг. ред. Т. А. Васильової]. — Суми: Вид-во СумДУ, 2009. — С. 126.

⁴ Фінансове забезпечення інноваційної діяльності в економіці України: Автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит» / О. М. Юркевич. — К., 2006. — С. 6.

процесів в економіці, впливають на напрям та характер структурних змін. Інноваційна ефективність інвестицій має ключове значення для зміцнення конкурентоспроможності вітчизняного виробництва.

Аналіз сучасного стану інвестиційно-інноваційної діяльності промислових підприємств в Україні показав наявність таких тенденцій. Спостерігається збереження низького рівня інноваційної активності промислових підприємств. Аналіз динаміки інноваційно-активних підприємств за 2000—2010 роки вказує на те, що попри зменшення кількості підприємств, які впроваджували інновації від 2004 року, та освоєних нових видів техніки спостерігалось поліпшення ситуації щодо зростання кількості впроваджених нових технологічних процесів (табл. 5.5).

Таблиця 5.5

**УПРОВАДЖЕННЯ ІННОВАЦІЙ НА ПРОМИСЛОВИХ
ПІДПРИЄМСТВАХ У 2000—2010 РОКАХ***

Показники	Роки										
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Питома вага підприємств, що впроваджували інновації, %	14,8	14,3	14,6	11,5	10,0	8,2	10,0	11,5	10,8	10,7	11,5
Освоєно інноваційні види продукції, найменувань	15 323	19 484	22 847	7416	3978	3152	2408	2526	2446	2685	2408
Кількість освоєних нових видів техніки, найменувань, одиниць	631	610	520	710	769	657	786	881	758	641	663
Кількість впроваджених нових технологічних процесів, одиниць	1403	1421	1142	1482	1727	1808	1145	1419	1647	1893	2043
з них маловідходних, ресурсозберезувальних	430	469	430	606	645	690	424	634	680	753	479

* Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>. — Заголовок з екрана.

Щодо інноваційної активності промислових підприємств в Україні у 2010 році, то питома вага підприємств, що впроваджували інновації, порівняно із 2009 роком збільшилася і становила 11,5 % за збільшення кількості найменувань освоєних нових видів техніки з 641 у 2009 році до 663 одиниць у 2010 році (табл. 5.5, рис. 5.4) і

впровадження нових технологічних процесів з 1893 у 2009 році до 2043 одиниць у 2010 році. Результативність інноваційної діяльності в Україні не відповідає вимогам забезпечення стабільного інноваційного розвитку. Питома вага інноваційно-активних підприємств у 2010 році становила 13,8 % (проти 12,8 % у 2009). При цьому різке зменшення кількості таких підприємств у 2003—2005 роках є об'єктивним критерієм умов інвестиційно-інноваційної діяльності в Україні. Наступні два роки засвідчили відновлення позитивного тренду зростання інноваційної активності, проте розвиток економіки України у 2008 році за глобальної фінансової кризи знову спричинив погіршення умов інноваційної діяльності в Україні.

Для порівняння зазначимо, що серед країн Європейського Союзу мінімальні показники інноваційної активності мають Португалія — 26 % та Греція — 29 %, тобто більш як у 1,5 разу вищі, ніж в Україні. А порівняно з країнами — лідерами у цій галузі, такими як Нідерланди (62 %), Австрія (67 %), Німеччина (69 %), Данія (71 %) та Ірландія (74 %), розрив становить 3—4 рази¹.

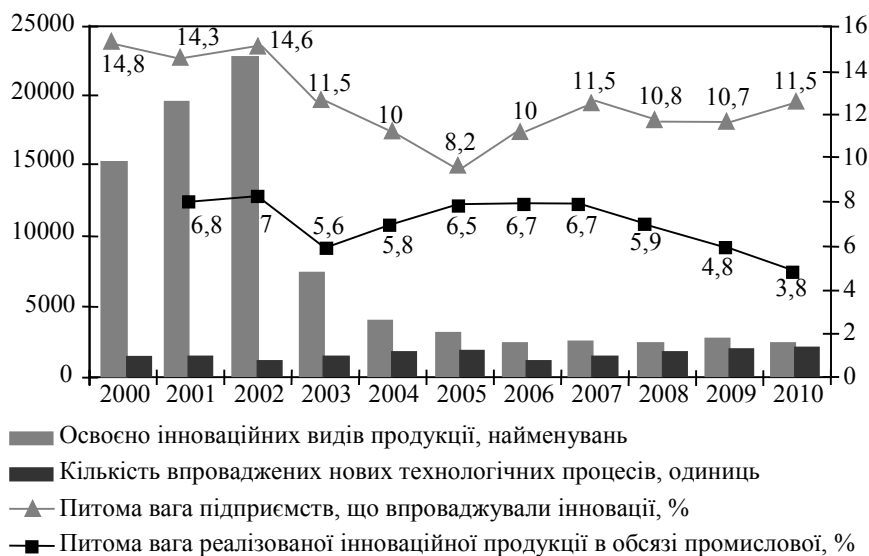


Рис. 5.4. Упровадження інновацій у промисловості у 2000—2010*

* Складено за джерелом: Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>. — Заголовок з екрана.

¹ Захарін С. В. Посилення ролі корпоративних структур у розвитку інноваційної економіки / С. В. Захарін // Фінанси України. — 2006. — № 5. — С. 123.

Аналіз динаміки галузевої структури реалізованої інноваційної продукції свідчить про її неефективність і переважне відтворення існуючої структури промислового виробництва. Після 2004 року відбулися значні негативні зрушення у структурі розподілу реалізованої інноваційної продукції промисловості. Якщо у 2004 році частка машинобудування становила 44,6 %, то до 2006-го вона знизилася більш як на третину — до 28,4 %. При цьому відбулося збільшення у 3,3 разу частки металургійної галузі (з 7,8 % до 25,6 %). 2007 рік засвідчив корекцію цього тренду, частка машинобудування в структурі реалізованої інноваційної продукції зросла на 4,9 пп. і досягла 33,3 %.

У 2010 році питома вага реалізованої інноваційної продукції становила 3,8 % загального обсягу промислової продукції (проти 4,8 % у 2009 році), найбільша частка якої припадала на підприємства машинобудування (66,4 %), металургійного виробництва та виробництва готових металевих виробів (53,7 %), переробної промисловості (42,4 %), целюлозно-паперового виробництва та видавничої діяльності (21,1 %)¹. Проте для відтворення вітчизняної промисловості на інноваційній основі цього явно недостатньо, оскільки майже дві третини інноваційної продукції в економіці України створюють виробництва третього і четвертого технологічних укладів.

Має місце *звуження інноваційного потенціалу інвестицій*. На рис. 5.5 відсутня помітна кореляція між інвестиційною діяльністю та фінансуванням інноваційних проектів. Активізація інноваційних процесів не супроводжується відповідним зростанням витрат на інноваційну діяльність. При цьому динаміка зростання інноваційних витрат за період 2001—2008 роки значно поступається зростанню інвестицій у промисловість. У реальному вимірі протягом зазначеного періоду інвестиції збільшилися майже у 3,5 разу, тоді як на фінансування інноваційної діяльності спрямовано у 2,7 разу більше коштів, ніж у 2001 році.

Присутня недосконалість структури інноваційних витрат. Серед основних показників, що характеризують інноваційну діяльність, важливе місце посідають витрати на інновації. За даними Держкомстату України, обсяг інноваційних витрат підприємств у 2010 році становив 8045,5 млн грн. Найбільшу частку (62,8 %) у загальних витратах на інноваційну діяльність становили витрати на придбання машин, обладнання та програмного забезпечення, пов'язані з упровадженням інновацій; на дослідження і розроб-

¹ Наукова та інноваційна діяльність в Україні: Статистичний збірник / Держкомстат України. — К.: ДП «Інформ.-вид. центр Держкомстату України», 2010. — С. 250.

лення — 12,4 % (10,1 % — на виконання науково-дослідних розробок (НДР) силами підприємств (внутрішні НДР); 2,2 % — на придбання результатів НДР інших організацій (зовнішні НДР); придбання нових технологій — лише 1,8 %¹.



Рис. 5.5. Динаміка інвестицій в основний капітал і витрат на інноваційну діяльність у промисловості України у 2001—2008 роках*

* Джерело: Україна в 2005—2009 рр.: стратегічні оцінки суспільно-політичного та соціально-економічного розвитку: Монографія / [За заг. ред. Ю. Г. Рубана]. — К.: НІСД, 2009. — С. 325.

При цьому порівняно із 2007 року (коли досягла найвищого рівня від 2000 року.) частка витрат на придбання машин та обладнання, пов'язаних з упровадженням інновацій, знизилася на 32,3 %. Отже, зростає орієнтація промислових підприємств на придбання готових технологічних рішень, при цьому знижується зацікавленість до самостійної розроблення нових товарів і технологій — частка витрат на дослідження і розроблення зменшилася.

Аналіз структури витрат за напрямками інноваційної діяльності показав, що основна увага приділяється фінансуванню безпосередньо процесів упровадження нововведень, здатних у відносно короткий термін забезпечити окупність вкладених коштів. Це пояснюється тим, що економічна ситуація в країні не сприяє довготривалому інвестиціям у результати наукових досліджень, виникає необхідність саме найшвидшої окупності вкладених коштів.

Має місце невідповідність структури фінансування інвестиційної діяльності пріоритетам інноваційного розвитку економіки. В Украї-

¹ Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>. — Заголовок з екрана.

ні є низка пріоритетних напрямів розвитку, так званих «проривних технологій» — стратегічно важливих проектів економічного, промислового й науково-технологічного розвитку, виконання яких гарантує великі зрушення в технологічних перетвореннях, підвищення конкурентоспроможності української продукції на внутрішніх і зовнішніх ринках, а також вирішення першочергових соціальних проблем. Це стосується насамперед таких наукомістких галузей, як літакобудування, космос, біотехнології, медична радіодіагностика, фармацевтика, лазерні технології, електронно-плазмові технології.

Найвищий рівень технологічних досягнень зосереджений у ракетній, космічній і військовій галузях. Авіаційна галузь держави є однією з найбільш наукомістких і високотехнологічних. Набув світового визнання науково-технологічний комплекс з конструювання літаків ім. О. Антонова — АН-22, «Антей», АН-225 «Мрія», АН-74. У міжнародному проекті «Морський старт» Україна представлена ракетою «Зеніт». Завершений цикл проектування й виробництва літаків мають лише кілька розвинених країн — США, Франція, Великої Британія, Німеччина, Італія, Росія, а також Україна¹.

Таким галузям потрібні переваги в державному інвестуванні, оскільки це забезпечить умови для цілеспрямованого розвитку економіки як альтернативи сировинному приросту на шляху до економічного зростання України.

У промисловості України більша частина інвестицій в основний капітал надходить у галузі, які за класифікацією ОЕСР належать до середньо- та низькотехнологічних — виробництво харчових продуктів, металургійне виробництво, виробництво неметалевої мінеральної продукції. Натомість у галузі, які забезпечують пропорційно більшу частку виробництва інноваційної продукції, залучено значно менші обсяги інвестицій. Тим самим інвестиційні процеси сприяють відтворенню і закріпленню поточної структури економіки. Інвестиційний процес в Україні не виконує інноваційної функції, кінцевим результатом реалізації якої мала б стати структурна перебудова національної економіки в напрямі формування виробництв із тривалими інноваційними конкурентними перевагами, здатними ефективно реагувати на посилення зовнішніх і внутрішніх дестабілізаційних чинників.

Особливості кількісних та якісних характеристик інноваційних витрат вітчизняної економіки багато в чому визначаються умовами фінансування інновацій, що сформувалися в Україні.

¹ Коюда О. П. Інноваційна діяльність: від оцінки привабливості до інвестиційного забезпечення: Монографія / О. П. Коюда, В. Ф. Колісніченко. — Х.: ХНЕУ, 2009. — С. 103.

За даними Держкомстату України обсяги фінансування технологічних інновацій впродовж 2006—2008 років зросли майже як удвічі — з 6 160,0 до 11 994,2 млн грн. Проте у 2010 році вони скоротилися на 3 948,7 млн грн (або на 32,9 % порівняно з 2008 роком) і становили 8 045,5 млн грн.

Найбільша частка фінансування інноваційної діяльності підприємств припадає на власні кошти підприємств — 65,0 % загального обсягу витрат (у 2006 році — 84,6 %) (рис. 5.6). У 2010 році основним джерелом фінансування технологічних інновацій також були власні кошти підприємств, частка яких у загальному обсязі фінансування інноваційних робіт становила 59,4 % або 4,8 млрд грн, що на 0,4 млрд грн менше порівняно із 2009 роком.

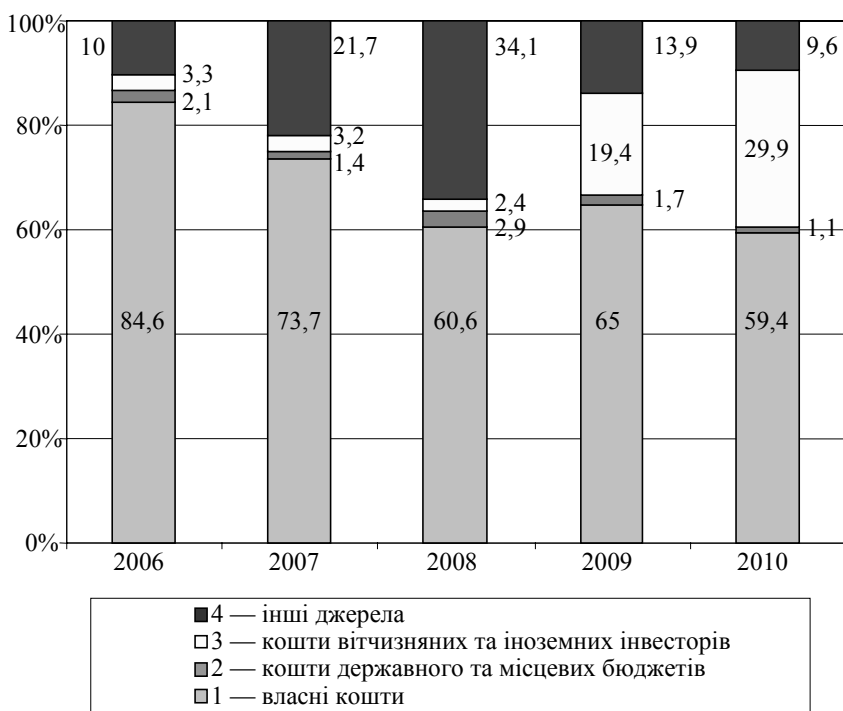


Рис. 5.6. Розподіл обсягу фінансування інноваційної діяльності за джерелами*

* Складено за джерелом: Статистичний щорічник України за 2009 рік / [За ред. О. Г. Осауленка]. — Держкомстат України. — К.: Інформ.-аналіт. агентство, 2010. — С. 326; офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>. — Заголовок з екрана.

Обсяги інших джерел, до складу яких входять кошти банків і небанківських фінансово-кредитних установ, зменшилися на 368,7 млн грн (або на 32,3 % порівняно з попереднім роком) з 1140,6 млн грн у 2009 році до 771,9 млн грн у 2010 році. Банківська система за основними ресурсними показниками не задовольняє вимог інноваційно орієнтованої економіки і не здатна повністю реалізувати наявний потенціал у реальному секторі економіки¹.

Незважаючи на те, що заборгованість за довгостроковими кредитами, наданими фізичним особам, збільшується вищими темпами (з початку 2007 року на 78 %) ніж за довгостроковими кредитами, наданими суб'єктам господарювання (відповідно на 55 %), у кредитній діяльності банків простежується усталена тенденція до зростання обсягів довгострокового кредитування суб'єктів господарювання порівняно з короткостроковим.

Незначні обсяги довгострокового кредитування економіки засвідчують, що українські банки віддають перевагу проектам, здатним давати прибутки в максимально короткі терміни (слід зауважити, що економічний ефект від реалізації інноваційних проектів є розтягненим у часі). Короткострокові ж банківські кредити, як відомо, не мають ані інвестиційної, ані, тим наче, інноваційної спрямованості. Фактично сьогодні позикові кошти можуть використовуватися лише для фінансування прикладних розробок і досліджень, оскільки, маючи «коротку» ресурсну базу, банки вимушені видавати лише короткострокові кредити.

Стосовно спеціалізованих інноваційних банків в Україні, то реально функціонує тільки один — Український банк реконструкції та розвитку (УБРР). На жаль, останнім часом в УБРР виникла низка проблем. Так, наприклад, у 2007 році Фонд гарантування вкладів фізичних осіб перевів УБРР до категорії тимчасових учасників, а НБУ наприкінці 2006 року заборонив цьому банку приймати вклади від фізичних та юридичних осіб у зв'язку з невиконанням вимог НБУ щодо ліквідності².

Серед вітчизняних експертів існує думка, що УБРР має змінити нинішню схему свого функціонування, тобто діяти як банк першого порядку, видавати кредити позичальникам не прямо, а шляхом відкриття кредитних ліній під інноваційні проекти уповноваженим (відібраним за певними критеріями) комерційним бан-

¹ Бербека В. Є. Банківське фінансування інноваційного підприємництва в Україні / В. Є. Бербека // Регіональна економіка. — 2007. — № 4. — С. 146.

² Головин В. Правительство создает новый государственный банк / В. Головин, К. Андрущенко // Дело. — 2007. — 12 января. — С. 4.

кам. Вважається, що в такому разі частину ризиків УБРР буде перекладено на діючі банки, збережеться конкуренція і не буде безпосереднього контакту держави та бізнесу (саме за таким принципом ЄБРР кредитує малий і середній бізнес)¹.

Банки, що були створені як інноваційні («Укрінбанк», «Інтеллект»), реально не функціонують як такі, бо вважають фінансовий ризик таких операцій надто високим.

Концепцією Державної цільової економічної Програми модернізації ринків капіталу в Україні², розробленою на замовлення Державного агентства з інвестицій та розвитку та схваленою розпорядженням Кабінету Міністрів України³, передбачається створення державного інноваційно-інвестиційного банку (для цього впродовж 2008—2012 років передбачено витратити 250 млн грн із державного бюджету).

Загальна проблема низької капіталізації вітчизняної банківської системи, а також структура пасивів більшості банків, у яких переважають короткострокові ресурси, не дозволяють повноцінно забезпечувати потреби інноваційної сфери у значних фінансових ресурсах. Але навіть за наявності достатнього капіталу один банк не може проінвестувати великомасштабний та довгостроковий інноваційний проект, з внутрішніх обмежень (лімітів) та регламентаційних нормативів Національного банку, які визначають ризик на одного позичальника або групу пов'язаних позичальників.

Напрямами розв'язання цієї проблеми є: об'єднання банків у синдикати для надання кредитів великим позичальникам (без об'єднання юридичних осіб), консолідація (злиття) банків, об'єднання банків з іншими суб'єктами підприємництва в холдингові структури. Ідеться також про формування інтеграційних структур.

На вітчизняному ринку банківських послуг процедура банківського кредитування інноваційної діяльності посідає на ньому особливе (відокремлене) місце у зв'язку зі своєю специфічністю й відносною нерозвиненістю. З урахуванням певних особливос-

¹ Проблеми фінансового забезпечення інноваційного розвитку: Монографія / [За заг. ред. Т. А. Васильєвої]. — Суми: Вид-во СумДУ, 2009. — С. 186.

² Проект Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні / [Електронний ресурс]. — Доступно з:

<<http://pvn.in.gov.ua/index.php?lang=ua&get=118&id=891>>.

³ Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні. Розпорядження Кабінету Міністрів України від 8.11.2007 № 976-р / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=976-2007-%F0>>.

тей інноваційних проектів, наприклад не прогнозованості потоків руху готівки на значний період, можна стверджувати, що можливості застосування традиційних видів банківського кредитування дуже обмежені. Вважається, що прогноз руху потоків готівки тим менш надійний, чим вище рівень новизни нововведення, виходячи з чого, сфера кредитного фінансування звужується у міру зростання новизни інноваційного товару, з неї практично випадають стартові інвестиції в піонерні дослідницькі проекти. Саме це й обумовлює необхідність формування механізмів надання спеціалізованих кредитів — інноваційних, розроблення індивідуальних кредитних програм підтримки суб'єктів інноваційної діяльності, спеціалізованих банківських продуктів та форм обслуговування тощо.

Обсяги коштів державного бюджету, спрямованих в інноваційну діяльність, зросли на 12,6 млн грн за 2006—2009 року, а частка їх у 2008-му становила 2,8 % (місцевих бюджетів — 0,1 %). Обсяг фінансування інноваційних робіт у 2010 році за рахунок коштів державного бюджету скоротився на 40,0 млн грн і становив 87,0 млн грн. При цьому його частка була лишень 1,7 %.

У 2010 році кошти іноземних інвесторів посіли друге місце серед джерел фінансування інноваційної діяльності. Їх обсяги збільшились на 2296,0 млн грн або більш як у 20 разів порівняно із 2008 роком. Частка іноземних інвестицій зросла з 1 % до 29,9 % і сягнула 2411,4 млн грн.

Приплив в Україну прямих іноземних інвестицій (ПІІ) практично не сприяє структурному реформуванню економіки та модернізації ключових галузей промисловості.

Загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, внесених в Україну, на 1.01.2011 року дорівнював 44 708,0 млн дол. США. У розрахунку на одну особу обсяг прямих іноземних інвестицій становив 979,0 доларів США. Проте диспропорції у надходженні ПІІ протягом цього періоду лише посилювалися — структура інвестицій підтверджує переважно фінансовий характер капіталу, що надходить.

Дослідження розподілу іноземних інвестицій за галузями на 01.01.2011 р. показує, що на підприємствах промисловості зосереджено 31,4 % загального обсягу інвестицій (у т. ч. на підприємствах переробної промисловості — 27,9 %, добувної — 2,7 %). Серед галузей переробної промисловості найбільші обсяги інвестицій зосереджені на підприємствах з виробництва харчових продуктів, напоїв та тютюнових виробів (4,1 % від загального обсягу інвестицій), металургійного виробництва та виробництва го-

тових металевих виробів (13,2 %), хімічної та нафтохімічної промисловості (3,0 %), машинобудування (2,6 %). У фінансових установах акумульовано 34 % прямих інвестицій, на підприємствах торгівлі, ремонту автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку, а також в організаціях, що здійснюють операції з нерухомим майном, оренду, інжиніринг та надання послуг підприємцям, — по 11 %¹.

Попри високу динаміку ПІІ у цей період, вона не свідчить про поліпшення інвестиційного клімату в країні, оскільки вагому частину залучених ПІІ становили кошти від продажу низки великих об'єктів — ВАТ «Криворіжсталь», банку «Аваль», «Укрсоцбанку». Крім того, згідно даних Держкомстату, 7,6 млрд дол. США іноземних інвестицій не мають галузевої приналежності (не розподілені за видами діяльності), що вказує на те, що за своїм економічним змістом ці фінансові ресурси значною мірою не виконували інвестиційної функції, а були використанні на поточні цілі. Ключовою рисою іноземного інвестування промисловості України є непривабливість вітчизняних інноваційних підприємств для іноземних інвесторів. Іноземні інвестиції де-факто зміцнювали сировинну, низькотехнологічну орієнтацію економіки України і спрямовувалися здебільшого на підтримку традиційних для України видів виробництва. За рахунок коштів іноземних інвесторів у 2008 р. було профінансовано лише 115,4 млн грн витрат на інноваційну діяльність, що становило лише 1,0 % загального обсягу фінансування інноваційної діяльності.

До п'ятірки основних країн-інвесторів, які формують майже 63 % загального обсягу прямих інвестицій станом на 01.04.2011 р., входять Кіпр (23,4 % загального обсягу інвестування або 10665,0 млн дол. США), Німеччина (15,7 % або 7153,4 млн дол. США), Нідерланди (10,4 % або 4746,8 млн дол. США), Російська Федерація (7,4 % або 3383,3 млн дол. США), Австрія (6,2 % або 2815,7 млн дол. США)².

З метою вдосконалення фінансового забезпечення інноваційної діяльності підприємств України потрібні нові альтернативні джерела фінансових ресурсів, серед яких передусім доцільно розглянути розвиток венчурного фінансування, яке в розвинених країнах є одним із важливих напрямів підтримки середнього та малого інноваційного підприємництва.

¹ Інвестиції зовнішньоекономічної діяльності: статистичний збірник України: / [За ред. Л. М. Овденко]. — Держкомстат України. — К., 2011 — С.4.

² Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>. — Заголовок з екрана.

Сьогодні обсяг світового ринку наукомісткої продукції складає 2 трлн 300 млн дол. США. З цієї суми 39 % припадає на продукцію США. США щорічно одержують від експорту наукомісткої продукції близько 700 млрд дол. США, Німеччина — 530 млрд дол. США, Японія — 400 млрд дол. США. У США існує понад 900 венчурних компаній, які щорічно вкладають в інноваційні проекти майже 35 млрд доларів¹.

В Україні венчурний бізнес є порівняно новим і став можливим лише після ухвалення Закону України «Про інститути спільного інвестування» № 2299-III від 15.03.2001 року. Вітчизняний ринок венчурного капіталу нараховує не більше десятка працюючих на ньому компаній. Серед них можна назвати Western NIS Enterprise Fund (капітал 150 млн дол., виділений урядом США для освоєння у харчовій промисловості, сільському господарстві, виробництві будівельних матеріалів, фінансовому секторі України), SigmaBlazer (капітал 100 млн дол.)².

В Україні зареєстровано 8 венчурних фондів, усі вони створені за рахунок іноземного капіталу, проте займаються фінансуванням здебільшого традиційних процесів або невеликих продуктових інновацій. Це свідчить про відсутність стимулів у них вкладати кошти в інноваційні проекти за високого рівня ризику.

Подолання негативних тенденцій у становленні й розвитку сектора венчурного капіталу, адаптація його до реалій нашої держави дозволить йому стати одним з найперспективніших джерел фінансових ресурсів для активізації інноваційних процесів в Україні.

Існуючий стан фінансування відображається на результативності інвестиційно-інноваційної діяльності в українській промисловості, що, як видно з аналізу, залишається на дуже низькому рівні. Про це може також свідчити показник питомої ваги реалізованої інноваційної продукції, що знизився порівняно із 2007 роком (6,7 %) на 2,9 в. п. і становив 3,8 % загального обсягу реалізованої промислової продукції.

Важливим показником, що об'єктивно характеризує рівень суспільних витрат на науково-технічну інноваційну діяльність у загальному балансі національного господарства, є наукомісткість

¹ Коюда О. П. Інноваційна діяльність: від оцінки привабливості до інвестиційного забезпечення: Монографія / О. П. Коюда, В. Ф. Колісниченко. — Х.: ХНЕУ, 2009. — С. 133.

² Безугла В. О. Венчурне страхування як засіб мінімізації фінансових ризиків / В. О. Безугла, І. І. Постіл // Економіка та держава. — 2008. — № 3. — С. 35.

ВВП¹. Його зростання є визначальним критерієм оцінки ефективності інноваційно-трансформаційних змін в економіці. Високорозвинені країни прагнуть забезпечити наукоємність на рівні 3 % від ВВП. В Україні наукоємність ВВП України постійно знижувалася і 2010 року становила 0,9 %, що нижче від законодавчо встановленого рівня (1,7 %) (рис. 5.7).

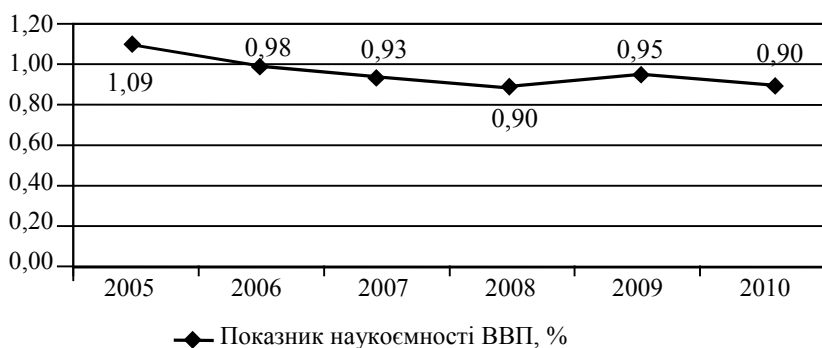


Рис. 5.7. Динаміка показника наукоємності ВВП у 2005—2010 роках, %*

* Розраховано за джерелом: Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>> — Заголовок з екрана; Статистичний щорічник України за 2009 рік / [За ред. О. Г. Осауленка]. — Держкомстат України. — К.: Інформ.-аналіт. агентство, 2010. — С. 323.

За даними Держкомстату України, наукоємність промислового виробництва України не перевищує 0,3 %, а це в 10—20 разів нижче за загальноприйнятий світовий рівень. За випуском продукції 3-й технологічний уклад в Україні сьогодні складає майже 58 %, 4-й технологічний уклад — 38 % і лише 4 % — 5-й технологічний уклад. За фінансуванням науково-технічних розробок ситуація така: майже 70 % становить сьогодні 4-й і лише 23 % — 5-й технологічний уклад. За інноваційними витратами: 60 % становить 4-й уклад і 30 % — 3-й (тобто сумарно 90 %), а 5-й уклад в інноваційних витратах становить лише 8,6 %.

Великою проблемою залишається незначна частка вітчизняної наукоємної продукції в структурі ВВП. Тоді як провідні країни за

¹ Юркевич О. М. Фінансове забезпечення науково-технічної інноваційної діяльності / О. М. Юркевич // Фінанси України. — 2004. — № 6. — С. 106.

показниками наукоємності ВВП входять до першої десятки (Ізраїль — близько 3,5 % ВВП, Швеція — майже 2,4 %, Фінляндія, Німеччина — близько 2,3 %, Великої Британія — 2,2 %), в Україні цей показник становить приблизно 1,2 %.

Інвестиційно-інноваційна діяльність потребує крім заходів забезпечення макроекономічної стабільності, створення сприятливого інвестиційного та підприємницького клімату.

Для активізації інвестиційного процесу з метою забезпечення інноваційного та технологічного оновлення національної економіки доцільним є реалізація на середньо- та довгострокову перспективу таких заходів¹:

- ♦ *створення спеціалізованої фінансово-кредитної установи з державним капіталом, діяльність якої буде спрямована на:*

- надання державних гарантій по кредитах, які залучаються промисловими підприємствами для закупівлі обладнання вітчизняного виробництва чи спрямовуються на інноваційні проекти відповідно до державних пріоритетів;

- надання пільгових кредитів з нижчим рівнем відсотків або з меншими вимогами щодо забезпечення для підприємств, що реалізують інноваційні програми;

- довгострокову кредитну підтримку інвестиційних та інноваційних проектів, пов'язаних зі структурною модернізацією промисловості;

- *субсидування за рахунок бюджетних коштів відсоткових ставок* для кредитів, залучених промисловими підприємствами у комерційних банків для фінансування інвестицій в інноваційні проекти та програми технологічної модернізації, у результаті чого досягається поєднання трьох джерел таких заходів — власне підприємства, держави і банківського сектору, що сприяє посиленню контролю за використанням фінансових ресурсів, зниженню та розподіленню фінансових ризиків інноваційних проектів;

- ♦ *запровадження податкових стимулів для реалізації програм технологічної модернізації виробничої бази промислових підприємств:*

- прискорена амортизація засобів виробництва й устаткування, які купуються в рамках інноваційних проектів;

- впровадження амортизаційної премії, тобто можливість списувати на собівартість певну частину здійснених капіталовкладень в інноваційні програми;

¹ Покришка Д. С. Інвестиційне забезпечення інноваційних процесів в економіці України / Д. С. Покришка // Економіка промисловості. — 2009. — № 48 (5). — С. 109.

- списання на собівартість витрат на науково-дослідні і дослідно-конструкторські роботи, які не призвели до створення інноваційної продукції з метою зниження фінансових ризиків інноваційно-активних підприємств;

- розроблення механізму митного стимулювання інноваційних виробництв шляхом зниження ставок митного тарифу для ввезення інвестиційного обладнання, що не виробляється в Україні, або параметри якого є значно вищими, ніж у вітчизняних аналогів;

- часткове чи повне звільнення від оподаткування ПДВ обсягів витрат підприємств на наукові дослідження і розроблення;

- податкового кредиту на суму витрат на інноваційну діяльність, який підлягає поверненню в разі невиконання інвестором проектних зобов'язань;

- *створення спеціалізованих лізингових компаній*, у тому числі і державних, для забезпечення технологічною базою новостворюваних інноваційних підприємств;

- *створення фінансових інструментів залучення в інвестиційну сферу заощаджень населення* шляхом розміщення на фондовому ринку спеціалізованих випусків цінних паперів під фінансування інноваційних програм;

- *створення системи венчурних фондів* на основі державно-приватного партнерства з чітко закріпленими в державному порядку сферами інвестування (зокрема, новостворюваних інноваційних фірм, виробників енергозберезувального обладнання, малих інноваційних фірм);

- *надання стимулів для страхових компаній* шляхом запровадження механізмів державного страхування інноваційних кредитів, пільгового оподаткування прибутків від страхування інноваційних та довгострокових інвестиційних проектів підприємств;

- *формування системи спеціалізованого рефінансування комерційних банків* під надання довгострокових кредитів для закупівлі інвестиційного обладнання та інноваційної техніки;

- *запровадження диференційованого оподаткування операцій комерційних банків* шляхом зниження ставки оподаткування для довгострокового кредитування високотехнологічних проектів;

- *фінансування розвитку інноваційної інфраструктури*, зокрема спеціалізованих маркетингових компаній, центрів трансферу технологій, інформаційних центрів; нових технологічних та промислових парків для залучення інвестицій в інноваційні проекти щодо модернізації виробництва.

5.4. Шляхи активізації інвестування соціальної сфери

В. І. Максимович

Сучасний етап у розвитку національної економіки набув соціального забарвлення. Уряд України обрав соціальний напрямок економічної політики, оскільки економічний розвиток держави неможливий без забезпечення соціального благополуччя суспільства. Політика соціально спрямованої держави повинна зосереджуватись на поєднанні економічного розвитку із розв'язанням важливих соціальних проблем, обґрунтуванням шляхів створення такого суспільства, в якому інтереси людини є пріоритетними. На сьогодні стає цілком очевидним той факт, що без належного стимулювання інвестиційних процесів стає неможливим повноцінний економічний розвиток держави. Важливого значення набувають інвестиції в соціальну сферу, адже вони забезпечують соціальні та економічні потреби сучасного суспільства. Економічне зростання та підвищення добробуту населення є взаємопов'язаними процесами, тому першочергове завдання полягає у формуванні і поширенні механізму соціального інвестування та практичного залучення місцевої влади, бізнес-структур та недержавних організацій до вирішення проблем соціальної сфери.

Для формування інвестиційного механізму соціальної сфери необхідно дослідити сутність дефініцій «інвестиції» та «соціальна сфера», вивчити їх економічну природу.

У науковій економічній літературі дослідженню категорії «інвестиції» присвячені праці В. Гриньової¹, А. Дуки², В. Коюди³, Т. Лепейко⁴, Т. Майорової⁵, А. Пересади⁶, В. Чернова⁷, В. Шеремети⁸.

¹ Гриньова В. М. Проблеми розвитку інвестиційної діяльності: Монографія / В. М. Гриньова, В. О. Коюда, Т. І. Лепейко, О. П. Коюда. — Х.: ХДЕУ, 2002. — 464 с.

² Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування: Навч. посіб. — К.: Каравела, 2007. — 424 с.

³ Гриньова В. М. Проблеми розвитку інвестиційної діяльності: Монографія / В. М. Гриньова, В. О. Коюда, Т. І. Лепейко, О. П. Коюда. — Х.: ХДЕУ, 2002. — 464 с.

⁴ Там само.

⁵ Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: Підручник / Т. В. Майорова. — К.: Центр навчальної літератури, 2009. 472 с.

⁶ Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом./ А. А. Пересада. — К.: Лібра, 2002. — 472 с.

⁷ Чернов В. А. Инвестиционная стратегия: Учебное пособие для студентов вузов / В. А. Чернов. — М.: ЮНИТИ, 2003. — 157 с.

⁸ Шеремет В. В. Управление инвестициями: В 2-х томах. / В. В. Шеремет, В. М. Павлюченко, В. Д. Шапиро и др. — М.: Высшая школа, 1998. — Т. 1. — 416 с.; Т. 2. — 512 с.

Поняття «інвестиції» вивчало велике коло науковців і кожен з них збагачував його в розрізі своїх досліджень. Так, варто відзначити, що на думку В. М. Гриньової під інвестиціями слід розуміти багатоаспектні вкладення капіталу, що можуть реалізовуватися у різних формах і характеризуватися різними особливостями. Інвестори ж мають за мету не тільки отримання прибутку та досягнення соціального ефекту, як визначається у Законі України «Про інвестиційну діяльність», а й переслідують економічні та зовнішньоекономічні цілі¹.

А. П. Дука визначає інвестиції як первинну економічну категорію, бо вони є базою побудови ієрархії цих категорій та в своїй основі відображають відтворення суспільного капіталу, як вкладення капіталу в галузі економіки в середині держави та за кордоном. Під інвестиціями автор розуміє всі види економічних ресурсів, якікладаються у поточному періоді у відповідні об'єкти, створення яких сприяє забезпеченню розширеного відтворення, а використання компенсує інвестору відмову від поточного споживання вкладених ресурсів шляхом отримання у майбутньому вигід².

Заслуговує на увагу розуміння інвестицій Т. В. Майоровою як складного та змістовного поняття, що інтегрує в собі складні економічні процеси, які впливають на виробництво, розподіл, обмін та споживання, тобто вони є фундаментальною основою суспільного відтворення. На думку автора, інвестиції слід розглядати з двох позицій — майнового та витратного підходу. З позиції майнового — під інвестиціями слід розуміти перетворення абстрактного (грошового, фінансового, матеріального чи нематеріального) капіталу в майнову спроможну вартість. Згідно витратного підходу взаємозв'язок між виробництвом та інвестиціями здійснюється через фінансові відносини. Інвестиції не можуть існувати поза фінансових процесів, адже вони є їх логічним продовженням³.

Проте, не слід забувати і про визначення поняття «інвестиції» у Законі України «Про інвестиційну діяльність»⁴, згідно з яким інвестиціями є всі види майнових та інтелектуальних цінностей, що

¹ Гриньова В. М. Проблеми розвитку інвестиційної діяльності: Монографія / В. М. Гриньова, В. О. Коюда, Т. І. Лепейко, О. П. Коюда. — Х.: ХДЕУ, 2002. — 464 с.

² Дука А. П. Теорія та практика інвестиційної діяльності. Інвестування: Навч. посіб. — К.: Каравела, 2007. — С. 44—45.

³ Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: Підручник / Т. В. Майорова. — К.: Центр навчальної літератури, 2009. — С. 8—9.

⁴ «Про інвестиційну діяльність»: Закон України від 18.09.1991 № 1560-XII / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1560-12>.

вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект. Такими цінностями можуть бути: кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери; рухоме та нерухоме майно; майнові права інтелектуальної власності; сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навиків та виробничого досвіду, але не запатентованих; права користування землею, водою, ресурсами, будинками, спорудами, обладнанням, а також інші майнові права; інші цінності.

Дослідивши різні підходи до трактування поняття «інвестицій» варто зазначити, що кожне з них є обґрунтованим і розкриває економічну природу даної категорії з різних сторін. На нашу думку, інвестиції слід трактувати, як вкладення будь-якого капіталу інвестора для задоволення його економічних і соціальних потреб. Наслідком інвестиційної діяльності є або зміна титулу власності, або забезпечення процесу відтворення елементів економічної системи.

Як зазначалося вище, особливого значення, з огляду на сучасні пріоритети економічної політики, набуває інвестування в соціальну сферу, тому необхідно дослідити економічну природу даного поняття. Так, термін «соціальна сфера» увійшов у теорію та практику в 70-х роках минулого століття, його дослідженням займалися Б. Данилишин¹, М. Долішній², В. Куценко³, Т. Писаренко⁴, В. Проскуряков⁵, М. Руткевич⁶, У. Садова⁷, А. Самоукін⁸, В. Третяк¹ та ін.

¹ Данилишин Б. М. Сфера та ринок послуг у контексті соціальної модифікації суспільства: Монографія. / Б. М. Данилишин, В. І. Куценко, Я. В. Остафійчук. — К.: ЗАТ «Нічлава», 2005. — 328 с.

² Долішній М. І. Трудовий потенціал, зайнятість і ринок праці: теорія і практика. / М. І. Долішній, С. М. Злупко, Т. С. Злупко, Т. Б. Токарський. — Львів: ІРД НАН України, 1997. — 340 с.

³ Куценко В. І. Розвиток соціальної сфери: реальність і контури майбутнього (питання теорії і практики): Монографія / В. І. Куценко. — Ніжин: ТОВ «Видавництво Аспект-Поліграф», 2008. — 818 с.

⁴ Писаренко Т. М. Теоретичні основи та особливості формування фінансових ресурсів в установах невиробничої сфери / Т. М. Писаренко. — Тернопіль: Економічна думка, 1999. — 61 с.

⁵ Проскуряков В. М. Экономический потенциал социальной сферы: содержание, оценка, анализ / В. М. Проскуряков, А. И. Самоукин. — М.: Экономика, 1991. — 159 с.

⁶ Руткевич М. Н. Социология образования и молодежи / М. Н. Руткевич. — М.: Гардарики, 2002. — 539 с.

⁷ Садова У. Я. Соціальна політика в Україні: регіональні дослідження і перспективи розвитку / У. Я. Садова. — Львів: ІРД НАН України, 2005. — 407 с.

⁸ Проскуряков В. М. Экономический потенциал социальной сферы: содержание, оценка, анализ / В. М. Проскуряков, А. И. Самоукин. — М.: Экономика, 1991. — 159 с.

Наведемо деякі визначення. Так, на думку М. Руткевича, соціальна сфера охоплює інтереси соціальних груп, відносини суспільства та особистості, умови праці та побуту, здоров'я та вільного часу².

У працях В. Проскурякова та А. Самоукіна³ ми знаходимо розуміння соціальної сфери як діяльності підприємств, закладів та організацій, а також окремих громадян, пов'язаних з обслуговуванням населення. Слід також звернути увагу на поділ авторами ланок соціальної сфери з урахуванням економічної ролі у відтворювальному процесі:

1. Наука та наукове обслуговування створюють ультраструктурний комплекс у соціальній сфері і є джерелом удосконалення матеріальних та нематеріальних ресурсів, оскільки наукові відкриття започатковують усі подальші соціально-економічні перетворення в матеріальному виробництві та соціальній сфері.

2. Освіта, культура, мистецтво, охорона здоров'я, фізична культура та спорт складають базовий культурний комплекс соціальної сфери, значення якого полягає в одночасному відтворенні людини як працівника суспільства і особистості. Його компоненти безпосередньо впливають на ефективність суспільного виробництва шляхом формування загальноосвітніх та професійних знань працівників.

3. Житлово-комунальне господарство, побутове обслуговування населення, роздрібна торгівля, ресторанне господарство, транспорт, зв'язок, соціальне забезпечення, фінансово-кредитне та страхове обслуговування формують інфраструктурний комплекс, який забезпечую підтримку життєдіяльності людини.

В. Куценко розуміє соціальну сферу як сукупність матеріальних фінансових і трудових ресурсів, а також різноманітних відносин, які виникають у процесі їх взаємодії. Її розвиток покликаний формувати таку систему цінностей, яка б сприяла підвищенню життєвого рівня населення; визначає процеси відтворення трудових ресурсів, їх кількість і якість, рівень науково-технічного розвитку продуктивних сил, духовне життя суспільства⁴.

¹ Третяк В. П. Дослідження соціальної сфери: методологія та практика: Монографія / В. П. Третяк. — Х.: ХНУ імені В. Н. Каразіна, 2009. — 273 с.

² Руткевич М. Н. Социология образования и молодежи / М. Н. Руткевич. — М.: Гардарики, 2002. — С. 28.

³ Проскуряков В. М. Экономический потенциал социальной сферы: содержание, оценка, анализ / В. М. Проскуряков, А. И. Самоукин. — М.: Экономика, 1991. — С. 35—36.

⁴ Куценко В. І. Розвиток соціальної сфери: реальність і контури майбутнього (питання теорії і практики): Монографія / В. І. Куценко. — Ніжин: ТОВ «Видавництво Аспект-Поліграф», 2008. — С. 16.

На нашу думку, соціальна сфера — це система, яка охоплює сукупність державних і приватних інститутів та суспільні відносини, що виникають з приводу їх взаємодії з людським ресурсом, для забезпечення задоволення матеріальних, духовних та соціальних потреб людини.

Соціальна сфера має економічне і соціальне значення для розвитку суспільства. Економічне значення виявляється в формуванні умов надання послуг, необхідних для відтворення робочої сили, зростання продуктивності її праці. Соціальна роль цієї сфери полягає в підвищенні рівня і поліпшенні умов життя людей.

Здійснивши ґрунтовний аналіз понять «інвестиції» та «соціальна сфера», спробуймо охарактеризувати інвестиції в соціальну сферу та визначити їх особливості. Передусім під інвестиціями в соціальну сферу слід розуміти вкладення будь-якого капіталу в об'єкти соціальної інфраструктури та людський ресурс з метою отримання соціального чи економічного ефекту, в результаті чого забезпечуватиметься процес відтворення елементів економічної системи.

Основою соціальної сфери є людський капітал. На нашу думку, людський капітал — це сукупність наявних, накопичених та розвинених здібностей і якостей людини, що використовуються в процесі виробництва та споживання економічних благ, приносять прибуток його власнику, економічний ефект по місцю використання та сприяють економічному зростанню держави відображаючись у зростанні ВВП.

Особливість людського капіталу полягає в синтезі складових: людини — здатності до праці, капіталу — здатності створювати дохід, отже, людські якості в результаті праці створюють дохід для людини, працедавця, економіки.

Людському капіталу, як і будь-якому іншому капіталу, притаманні особливості, а саме: він може фізично зношуватися, економічно змінювати свою вартість та амортизуватися; є невіддільним від носія; для забезпечення його кругообігу необхідні інвестиції у розвиток соціальної сфери та інфраструктури; на етапі використання не зношується, а навпаки, примножується в результаті отримання певного досвіду та вдосконалення навичок.

З огляду на те, що людський капітал є основою соціальних інвестицій, такі інвестиції спрямовані на забезпечення повноцінного функціонування та відтворення людського капіталу з метою якнайефективнішої віддачі для отримання економічного ефекту.

З цієї позиції доцільно виокремити кілька напрямів соціальних інвестицій (рис. 5.8).



Рис. 5.8. Напрями соціальних інвестицій у людський капітал*

* Розроблено автором.

Під інтелектуальним напрямом слід розуміти інвестиції в ті галузі соціальної сфери, які спрямовані на забезпечення підтримки та розвитку інтелектуального потенціалу людини, наприклад: освіта, наука. У фізіологічному напрямі, інвестиції спрямовані у галузі, які забезпечують фізіологічні потреби людини, а саме: громадське харчування, роздрібна торгівля, житлово-комунальне господарство, побутове обслуговування, охорона здоров'я, спорт, туризм. Хоча останнє, на нашу думку, можна віднести до емоційного напрямку, який спрямований на задоволення емоційних (морально-духовних) потреб людини. Цей напрям може бути підтриманий такими галузями соціальної сфери, як культура і мистецтво, розваги, зв'язок (теле- радіокомунікації). Під інвестиціями в зовнішнє середовище ми розуміємо вкладання в забезпечення екологічного захисту людини для її повноцінного та безпечного функціонування.

Суб'єктами соціальних інвестицій можуть бути держава, підприємства, домогосподарства, фінансово-кредитні установи та некомерційні організації. Важко визначити міру важливості того чи іншого суб'єкта, кожен із них впливає певною мірою на розвиток соціальної сфери. Повноцінними соціальними інвестиціями вважаються усвідомлені дії суб'єктів, спрямовані на вкладення ресурсів у соціальну сферу задля поліпшення умов якості життя місцевого населення і на приріст соціального капіталу, в який включається якість соціальних комунікацій, рівень довіри між людьми, соціальна солідарність, готовність прийти на допомогу і готовність до спільної роботи на загальне благо.

Роль держави є не менш важливою, аніж роль приватного сектору. Завдання держави при здійсненні інвестицій у соціальну сферу полягає в підвищенні якості життя населення. Як у всіх розвинених країнах світу, соціальна сфера є здебільшого пріоритетом держави, адже деякі галузі є менш привабливими для приватних інвестицій. Переважна більшість галузей соціальної сфери вимагає підтримки на державному рівні, до прикладу: середня освіта, наука, медицина, культура і мистецтво. Однак на сьогодні думки суспільства щодо цього неоднозначні. Деякі галузі стають пріоритетом приватного сектору, наприклад галузі спорту та туризму, реклама, громадське харчування, розваги, сфера послуг.

Соціальні інвестиції, як і будь-які інші інвестиції, вимагають сприятливого клімату, розвиненого інвестиційного ринку та його інфраструктури. Як показує практика, не завжди вистачає внутрішніх ресурсів, тому держава має сприяти формуванню привабливого інвестиційного клімату для залучення не тільки іноземного капіталу в соціальну сферу шляхом поліпшення політичних, правових, соціальних та економічних умов у державі, а й активізації потенційних внутрішніх інвесторів.

Для активізації інвестиційної діяльності в соціальній сфері слід підібрати індивідуальний найоптимальніший інвестиційний механізм для кожної окремої складової соціальної сфери, з метою її підтримки та розвитку, через забезпечення достатнього обсягу інвестиційних ресурсів. Кожна складова соціальної сфери є особливою в своїй діяльності та потребах, тому й вимагає особливого (індивідуального) підходу при розробленні інвестиційного механізму.

Необхідний чіткий підбір та збалансованість методів формування інвестиційних ресурсів. У науково-навчальній літературі акцентується увага на таких методах, як: самофінансування, акціонування, кредитне фінансування, бюджетне фінансування та змішане фінансування. Кожен із цих методів включає свої джерела фінансування. Самофінансування може здійснюватися за рахунок нерозподіленого прибутку, з фонду амортизаційних відрахувань, зі страхових фондів та надлишків основних та обігових коштів. При акціонуванні інвестиційні ресурси формуються від емісії простих та привілейованих акцій. Кредитне фінансування забезпечується банківським інвестиційним кредитом, державним інвестиційним кредитом, міжнародним інвестиційним кредитом, фінансовим лізингом та емісією облігацій. Бюджетне фінансування включає кошти державних аси-

гнувань та бюджетного інвестування окремих державних проєктів та програм. Змішане фінансування являється комбінацією вище перелічених методів формування інвестиційних ресурсів у довільній формі.

Закон України «Про інвестиційну діяльність»¹ визначає такі джерела фінансування інвестиційної діяльності: власні фінансові ресурси інвестора (прибуток, амортизаційні відрахування, відшкодування збитків від аварій та стихійного лиха, грошові нагромадження та заощадження громадян та юридичних осіб); позикові фінансові кошти інвестора (облігаційні позики, банківські та бюджетні кредити); залучені фінансові кошти інвестора (кошти, одержані від продажу акцій, пайові та інші внески громадян та юридичних осіб); бюджетні інвестиційні асигнування; безоплатні та благодійні внески, пожертвування організацій, підприємств і громадян.

До соціальної сфери можемо віднести такі складові (рис. 5.9).

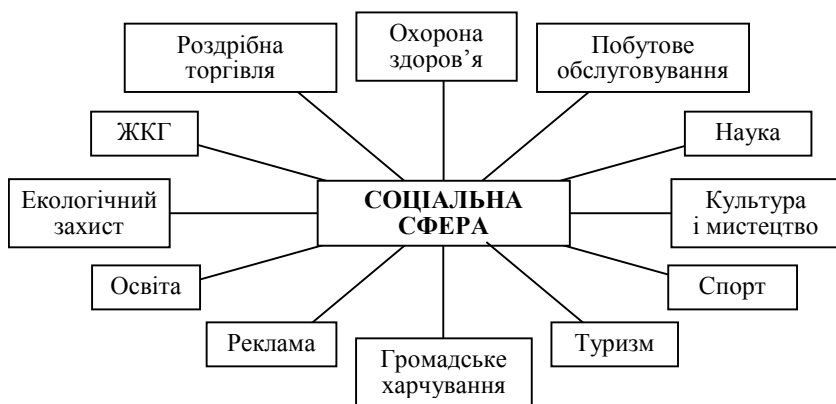


Рис. 5.9. Складові соціальної сфери*

* Розроблено автором.

Слід детальніше розглянути наведені складові, визначити специфіку їх діяльності та механізм інвестування.

У секторі охорони здоров'я розуміємо діяльність держави чи приватних осіб, метою якої є організація та забезпечення доступу

¹ Про інвестиційну діяльність. Закон України від 18.09.1991 № 1560-XII / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1560-12>.

ного медичного обслуговування населення. Підвищення ефективності діяльності людини відіграє вирішальну роль в економіці держави, а вплив системи охорони здоров'я на здоров'я людей, відповідно, на економічне зростання та соціальне благополуччя. Назріла необхідність подальшого розвитку національної системи охорони здоров'я та політики громадського здоров'я, а також на-рошування масштабів діяльності у цій сфері. Важливим є забезпечення рівного доступу до послуг охорони здоров'я, прозорий механізм фінансування охорони здоров'я, дотримання принципу підзвітності стосовно витрат державних коштів на цілі охорони здоров'я.

Система охорони здоров'я включає куди більше, ніж робота лікарів та лікарень, вона охоплює всі компоненти діяльності суспільства і різних його структур, що впливають на здоров'я суспільства. Важливо не тільки інвестувати в охорону здоров'я, а й звітувати про те, як витрачаються кошти і як здійснюється вибір відповідних технологій, а також ґрунтовно доводити, що обрані методи є оптимальними і використовуються правильно.

Інвестиційні ресурси мають спрямовуватися не тільки на забезпечення новітнім устаткуванням, обладнанням закладів охорони здоров'я та медичними препаратами, а й на управління міграцією кадрів, підвищення якості та ефективності медичних послуг, створення нових професій, підвищення ролі лікарів, навчання й підвищення кваліфікації персоналу, адже медичний персонал є чи не найголовнішою складовою галузі охорони здоров'я.

Сучасний стан та динаміку галузі охорони здоров'я ілюструють (табл. 5.6 і 5.7), розроблені автором самостійно за даними офіційного сайту Держкомстату України.

На сьогодні спостерігається відчутне недофінансування цієї галузі за рахунок Державного Бюджету України. Покращення ситуації охорони здоров'я можна значно прискорити, залучаючи приватні інвестиції юридичних та фізичних осіб, спрямовуючи їх на будівництво медичних закладів та оснащення їх новітнім обладнанням. Також треба провести певні реформи щодо залучення коштів із накопичених доходів шляхом упродовження медичного страхування, введення додаткових платежів та додаткового страхування, створення спеціальних фондів. Це дасть можливість медичним закладам формувати власні інвестиційні ресурси й послабить фінансову залежність від держави.

ДИНАМІКА ГАЛУЗІ ОХОРОНИ ЗДОРОВ'Я*

Таблиця 5.6

Показники	Роки										
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Лікарняні заклади, тис.	3,3	3,2	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9	2,8	2,9	2,8	2,8
У них ліжок, тис.	466	466	465	458	451	445	444	440	437	431	429
Лікарські амбулаторно-поліклінічні заклади, тис.	7,4	7,4	7,4	7,6	7,7	7,8	7,9	8,0	8,8	8,8	9,0
у них відвідувань за зміну, тис.	973	980	980	981	987	990	998	992	987	1000	993
Санаторії та пансіонати з лікуванням	549	555	544	536	531	524	520	523	518	513	510
У них ліжок, тис.	151	151	151	147	147	145	148	143	142	141	141
Санаторії-профілакторії	377	357	334	325	311	291	277	269	262	252	234
У них ліжок, тис.	31	29	28	27	25	23	23	21	21	21	19
Будинки і пансіонати відпочинку	226	273	290	292	302	321	301	302	302	296	290
У них місць, тис.	63	61	63	62	62	65	63	64	64	62	60
Бази та інші заклади відпочинку	2010	2015	1982	2005	2033	2016	1976	1934	1916	1907	1920
У них місць, тис.	238	236	236	236	231	233	232	234	231	216	217
Дитячі оздоровчі табори	7615	8578	10 890	14 961	19 443	18 366	18 238	18 363	18 672	17 379	17 342
У них місць, тис.	227	221	231	228	256	236	231	226	218	198	196

* Розроблено за джерелом: Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>.

Таблиця 5.7

**ДИНАМІКА ЗАБЕЗПЕЧЕНОСТІ ГАЛУЗІ ОХОРОНИ ЗДОРОВ'Я
МЕДИЧНИМ ПЕРСОНАЛОМ***

Роки	Кількість лікарів усіх спеціальностей		Кількість середнього медичного персоналу	
	Усього, тис.	На 10 000 нас.	Усього, тис.	На 10 000 нас.
2000	226	46,2	541	110,3
2001	226	46,8	530	110,1
2002	224	46,9	526	110,0
2003	223	47,1	523	110,3
2004	223	47,4	522	110,9
2005	224	47,9	496	106,2
2006	225	48,4	493	106,1
2007	223	48,3	488	105,5
2008	222**	48,3	465	101,1
2009	225**	49,1	467	102,0
2010	225**	49,3	467	102,4
** без зубних лікарів				

* Розроблено за джерелом: Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>.

У сегменті освіти розуміємо діяльність людей з надання та отримання послуг дошкільними закладами, школами, вищими навчальними закладами різних рівнів акредитації, а також самоосвіта. Освіта є основою людського розвитку та прогресу суспільства, бо забезпечує індивідуальний розвиток особистості, майбутнього фахівця, формує інтелектуальний, духовний та виробничий потенціал держави. Зміну кількості навчальних закладів та дітей в Україні за останні 11 років наведено у (табл. 5.8).

Величина інвестицій в освіту дорівнює тому зростанню національного багатства, яке зумовлено індивідуальним внеском кваліфікованого індивіда людського ресурсу, котрий раніше отримав чи надав послугу освітньої галузі соціальної сфери. Інвестиційний механізм освіти є багатокомпонентним. Дошкільна та базова шкільна освіта зазвичай фінансуються за рахунок державних коштів. Вищій освіті властиві приватні вливання з приватних джерел юридичних та фізичних осіб. Не можна сказати, що

такі інвестиції переважають, однак є присутніми. Інтерес юридичних осіб полягає в особистій участі формування кваліфікованих спеціалістів, забезпечуючи себе якісним трудовим ресурсом. Проте такий вид інвестування не набув достатнього поширення в загальній частці інвестиційного механізму освіти, але вага інвестиційних вкладень приватних фізичних осіб все одно відчутна, зважаючи на те, що у вищих навчальних закладах України значно переважає відсоткове співвідношення кількості державних замовлень кваліфікованих спеціалістів і так званих «контрактників» (студентів, які навчаються за приватні кошти за умов контрактом).

Таблиця 5.8

ДИНАМІКА НАПОВНЕННЯ ОСВІТНІХ ЗАКЛАДІВ ЗА 2000—2010 РОКИ*

Роки	Дошкільні заклади		Загальноосвітні навчальні заклади		Професійно-технічні навчальні заклади		Вищі навчальні заклади	
	Усього, тис.	у них дітей, тис.	Усього, тис.	у них учнів, тис.	Усього закладів	у них учнів, тис.	Усього	у них студентів, тис.
2000	16,3	983	22,2	6764	970	524,6	979	1930,9
2001	15,7	968	22,2	6601	965	512,3	983	2109,3
2002	15,3	973	22,1	6350	962	501,9	995	2231,8
2003	15,0	977	21,9	6044	953	493,1	1009	2436,7
2004	14,9	996	21,7	5731	1011	507,3	966	2575,2
2005	15,1	1032	21,6	5399	1023	496,6	951	2709,1
2006	15,1	1081	21,4	5120	1021	473,8	920	2786,6
2007	15,3	1137	21,2	4857	1022	454,4	904	2813,8
2008	15,4	1195	21,0	4617	1018	443,6	881	2763,8
2009	15,5**	1214	20,6	4495	975	424,3	861	2599,4
2010	15,6***	1273	20,3	4299	976	433,5	854	2491,3
** з них 1,1 тис. закладів не працювали								
*** з них 0,9 тис. закладів не працювали								

* Розроблено за джерелом: Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>.

Різкий брак фінансування призводить до зниження якості та рівня наданих послуг, що, своєю чергою, може знижувати якість та кількість людських ресурсів, а це не може не відбитися негативно на економічній ситуації держави. Тому за відсутності належного державного фінансування треба шукати нові шляхи формування інвестиційних ресурсів. Якщо держава не в змозі самостійно нести тягар фінансового забезпечення освіти, слід подумати про створення сприятливих умов для активного залучення інвестицій з боку фізичних та юридичних осіб, а також іноземних інвесторів.

Інвестиційні ресурси освіти формуються за рахунок коштів державного та місцевого бюджетів, коштів юридичних і фізичних осіб, у тому числі благодійних внесків, власних коштів, отримуваних освітніми закладами від додаткових послуг, а також інвестиційних кредитів вітчизняних та зарубіжних інвесторів.

У такій складовій соціальної сфери як наука здійснюється соціокультурна діяльність людей, спрямована на здобуття істинних знань про світ, на відкриття об'єктивних законів про світ і передбачення тенденцій його розвитку. Стан і динаміку наукових кадрів та кількості організацій за останні 11 років проілюстровано в табл. 5.9.

Таблиця 5.9

НАУКОВІ КАДРИ ТА КІЛЬКІСТЬ ОРГАНІЗАЦІЙ*

Роки	Організації, які виконують наукові дослідження і розробки	Чисельність науковців, осіб	Чисельність докторів наук, осіб	Чисельність кандидатів наук, осіб
2000	1490	120 773	10 339	58 714
2001	1479	113 341	10 603	60 648
2002	1477	107 447	11 008	62 673
2003	1487	104 841	11 259	64 372
2004	1505	106 603	11 573	65 839
2005	1510	105 512	12 014	68 291
2006	1452	100 245	12 488	71 893
2007	1404	96 820	12 845	74 191
2008	1378	94 138	13 423	77 763
2009	1340	92403	13 866	81 169
2010	1309	89 534	14 418	84 000

* Розроблено за джерелом: Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>.

Інвестиції в науку сприяють розробленню та впровадженню перспективних технологій. Наукова діяльність забезпечує розвиток вітчизняних технологій, що дасть змогу прискорити модернізацію економіки. Інвестиції в науку в нашій державі, як і в високорозвинених країнах, мають стати найефективнішим способом розміщення ресурсів.

Якщо у галузях соціальної сфери, про які ми говорили раніше, бодай частково можна залучати інвестиційний капітал недержавного характеру, то в науковій царині помітні серйозні труднощі, адже інвестиції в науку вимагають значних ресурсів і тривалого часу, а також характеризуються високим рівнем ризику, а приватні інвестори, як правило, бажають швидкого повернення вкладень, тож інвестування цієї галузі на зараз є пріоритетом держави. Венчурні фонди можуть стати альтернативним джерелом формування інвестиційних ресурсів, звісно, за належної підтримки держави хоча б як забезпечення нормативно-правової та методичної бази створення та функціонування таких фондів.

Для підвищення інвестиційної привабливості наукової галузі необхідно забезпечити: підвищення інноваційної активності економіки країни; створення необхідних елементів інноваційної інфраструктури, для ефективності механізмів передачі знань та технологій; підвищення капіталізації інтелектуального потенціалу.

У сегменті соціальної сфери — культури і мистецтва ми розглядаємо діяльність людей, пов'язану із наданням послуг культурного та мистецького призначення для задоволення духовних потреб населення, за допомогою бібліотек, музеїв, мистецьких галерей, театрів, кіностудій, радіо, телебачення, журнально-газетних видавництв. Культуру і мистецтво вважаємо невіддільним елементом соціально-економічного життя суспільства, який допомагає розв'язувати чимало економічних, політичних і соціальних проблем. Динаміку та сучасний стан складових галузі культури розглянуто у табл. 5.10.

Нині спостерігається поєднання державного та приватного фінансування цього сегмента соціальної сфери. Такий механізм інвестування має більше схилитися до недержавної форми інвестування, де держава сприятиме цьому через створення умов для формування різних фондів. Не останнє місце слід надати соціальної свідомості заможного населення.

У сфері спорту бачимо організовану діяльність людей, що полягає у поєднанні їхніх фізичних та інтелектуальних здібностей, а також підготування до цієї діяльності та міжособистісні відносини, що виникають у процесі.

Таблиця 5.10

ДИНАМІКА СКЛАДОВИХ ГАЛУЗІ КУЛЬТУРИ*

Показники	Роки										
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Професійні театри	131	129	131	135	133	135	137	138	138	136	140
Концертні організації	61	61	67	71	77	78	81	79	77	77	83
Музеї	378	386	376	394	442	437	445	458	478	499	546
Універсальні бібліотеки, тис.	20,7	20,4	20,4	20,3	20,0	19,8	19,8	20,8	20,6	20,1	19,5
Кінотеатри, тис.	6,9	6,0	5,3	4,1	3,6	3,3	3,2	3,0	2,4	2,2	2,2
Заклади культури клубного типу, тис.	20,4	20,2	19,9	19,6	19,4	19,1	19,0	18,9	18,8	18,7	18,6
Випуск книжок, усього	7749	10 614	12 444	13 805	14 790	15 720	15 867	17 987	24 040	22 491	22 557
Тираж, млн прим.	44	50	48	39	53	54	54	56	58	49	45
Випуск журналів та періодичних видань, усього річний тираж, млн прим.	1242	1653	1923	2246	2385	2182	2301	2420	2422	2515	2822
Кількість газет, усього	2667	2727	3045	2891	3014	2974	2918	2885	2647	2499	2347
разовий тираж, млн прим.	48	53	87	75	88	80	90	61	59	55	55
Середньодобовий обсяг телемовлення, год.	218,8	231,6	237,7	240,	271,1	313,7	455,8	519,1	541,2	490,5	443,8
Радіомовлення, год.	346,6	339,1	344,0	349,6	354,5	364,9	399,1	433,0	435,5	386,5	361,8

* Розроблено за джерелом: Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>

Інвестиції у спорт не окупаються грошима, тобто швидкого прямого економічного ефекту не спостерігається. Це — інвестиції у престиж країни, у здоров'я нації, які мають бути прямим обов'язком держави. Цілі держави у справах спорту мають передбачати та сприяння залученню до здорового способу життя всіх категорій населення, підвищення іміджу України у світі. Заходи зі збереження та зміцнення організаційних та матеріально-технічних засад спортивної діяльності країни треба проводити на державному рівні.

Існує потреба в залученні інвестиційних ресурсів у спорт для розв'язання таких проблем, як відповідність сучасним вимогам кількості та оснащеності спортивних споруд; пропаганда здорового способу життя, фізичного виховання та спорту; необхідність підвищення рівня фізичного виховання і спорту у навчально-освітніх закладах. Якщо держава переживає певні економічні негаразди, і не в змозі залучати кошти державних та місцевих бюджетів у цю галузь, то її прямим обов'язком стає створення сприятливих умов для залучення вітчизняних та іноземних інвестицій приватних фізичних та юридичних осіб.

В галузі туризму слід розуміти надання послуг з активних видів відпочинку у формі мандрівок або виїздів з постійного місця проживання, поєднаних з розвагами, пізнанням природного оточення, архітектурних і мистецьких пам'яток, участь у різних заходах релігійного, культурного, спортивного, виховного чи іншого характеру.

За правильного підходу до функціонування цієї сфери вона може стати не тільки засобом підвищення іміджу держави, а й високодохідною індустрією та джерелом наповнення бюджету країни. За останні роки Україна як молода держава з багатою історією, пам'ятками культури, мистецтва, самотутністю та іншими визначними пам'ятками зацікавила світову спільноту. До того ж місцеве населення також виявляє певний інтерес до внутрішнього туризму. Про туристичні потоки в державі за 2000—2010 роки свідчать дані офіційного сайту Держкомстату України, наведені у табл. 5.11.

Ця галузь перебуває на стадії розвитку, тому потребує підтримки як з боку держави, так із боку приватного сектору, в тому числі зарубіжного. Важливість ролі державна полягає не лише в забезпеченні інвестиційними ресурсами, й в ефективному державному регулюванні, впровадженні державних та регіональних цільових програм розвитку туризму, розробленні інвестиційних проектів туристично-рекреаційної спрямованості.

Таблиця 5.11

ТУРИСТИЧНІ ПОТОКИ*

Роки	Кількість іноземних громадян, які відвідали Україну, усього	Кількість туристів, які обслуговувалися суб'єктами туристичної діяльності України, усього	Із загальної кількості туристів		Кількість екскурсантів
			іноземні туристи	внутрішні туристи	
2000	6 430 940	2 013 998	377 871	1 350 774	1 643 955
2001	9 174 166	2 175 090	416 186	1 487 623	1 874 233
2002	10 516 665	2 265 317	417 729	1 544 956	1 991 688
2003	12 513 883	2 856 983	590 641	1 922 010	2 690 810
2004	15 629 213	1 890 370	436 311	1 012 261	1 502 031
2005	17 630 760	1 825 649	326 389	932 318	1 704 562
2006	18 935 775	2 206 498	299 125	1 039 145	1 768 790
2007	23 122 157	2 863 820	372 455	2 155 316	2 393 064
2008	25 449 078	3 041 655	372 752	1 386 880	2 405 809
2009	20 798 342	2 290 097	282 287	1 094 170	1 909 360
2010	21 203 327	2 280 757	335 835	649 299	1 953 497

* Розроблено за джерелом: Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>.

У такій соціальній сфері, як роздрібна торгівля важливим є надання послуг населенню з обміну товарами, послугами, цінностями і грошима для задоволення особистих потреб покупця та його родини, що охоплює мережу установ торгівлі. Стан торгівлі ілюструють дані табл. 5.12, взяті з офіційного сайту Держкомстату України.

З таблиці бачимо, що кількість підприємств, задіяних у роздрібній торгівлі, за 11 років зменшилась удвічі. Це говорить про несприятливу ситуацію в даній сфері та низьку зацікавленість населення в її розвитку. Вирішенню цієї проблеми може сприяти не тільки вибір ефективного інвестиційного механізму для поживлення діяльності, а й ефективна фіскальна та фінансово-кредитна політика держави.

Таблиця 5.12

РОЗДРІБНА ТОРГІВЛЯ*

Роки	Роздрібний товарообіг на кінець року, <i>млн грн</i>	Об'єкти роздрібної торгівлі підприємств на кінець року, <i>тис. одиниць</i>	У тому числі		Ринки продажу споживчих товарів на кінець року, <i>одиниць</i>
			магазини	кіоски та намети	
2000	28 757	103,2	77,9	25,3	2514
2001	34 417	96,4	72,3	24,1	2715
2002	39 691	89,3	66,8	22,5	2863
2003	49 994	83,8	62,3	21,5	2891
2004	67 556	78,5	58,3	20,2	2869
2005	94 332	75,2	55,8	19,4	2886
2006	129 952	73,6	54,6	19,0	2890
2007	178 233	71,9	52,3	19,6	2834
2008	246 903	69,2	50,5	18,7	2785
2009	230 955	65,3	47,6	17,7	2761
2010	280 890	64,8	48,0	16,8	2758

* Розроблено за джерелом: Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>.

Житлово-комунальне господарство — це сукупність галузей, що забезпечують життя і роботу населення країни в нормальних умовах, а також постачання підприємств галузей народного господарства необхідними ресурсами води, газу, тепла та електроенергії. Система житлово-комунального господарства представлена виробниками і споживачами житлово-комунальних послуг.

Слід констатувати той факт, що житлово-комунальна сфера є найменш сучасно оснащеною галуззю. Продовжується використання фізично і морально застарілого обладнання, що призводить до понаднормових витрат палива та енергії. Галузь потерпає від зношеності застарілих основних фондів, погіршення технічного стану об'єктів та підвищення їх аварійності. Також значних втрат житлово-комунальне господарство зазнає від надмірного та неефективного використання енергетичних ресурсів через застаріле енергетичне обладнання.

Для вирішення назрілих проблем необхідно не тільки залучати інвестиційні ресурси, а й вибрати оптимальний інвестиційний механізм, який би згладив гострі кути галузі та забезпечив тривалий ефективний результат. Значне місце мають посісти залучення коштів міжнародних фінансових установ для реалізації проєктів у сфері житлово-комунального господарства в містах України. Кредитні міжнародні ресурси для інвестиційних проєктів залучатимуться за умов відкритої, прозорої конкуренції у відборі на їх отримання. Інвестиції в житлово-комунальну сферу від приватних вітчизняних інвесторів надійдуть лише за умови можливості приватного управління чи оренди об'єктів.

Громадське харчування є однією з форм перерозподілу матеріальних цінностей між членами суспільства їй належить важливе місце у реалізації соціально-економічних завдань, пов'язаних зі зміцненням здоров'я людей, підвищенням продуктивності їхньої праці, економічним використанням ресурсів, продовольчої сировини, скороченням часу на приготування їжі в домашніх умовах, створенням можливостей для культурного проведення відпочинку та дозвілля.

У галузі громадського харчування розуміємо діяльність з надання послуг споживачам у задоволенні потреб у готовій їжі та напоях відповідно до їхніх смаків та вподобань. Цей елемент соціальної сфери є вельми привабливий та прибутковий для інвесторів, не вимагає великих обсягів інвестицій, тому щодо вибору інструментів інвестиційного механізму не виникає особливих запитань, бо тяжіє до інвестицій за рахунок приватних джерел. Динаміку кількості суб'єктів господарювання, що працюють у галузі громадського харчування, наведено в табл. 5.13.

У галузі екологічного захисту вбачаємо діяльність, спрямовану на захист довкілля, раціональне використання природних ресурсів, збереження особливо цінних та унікальних комплексів й забезпечення екологічної безпеки.

Таблиця 5.13

КІЛЬКІСТЬ ОБ'ЄКТІВ РЕСТОРАННОГО ГОСПОДАРСТВА*

Показник	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Наявність об'єктів на кінець року, тис. одиниць	33,1	32,0	30,6	28,9	27,9	27,3	26,8	26,2	24,9	24,0	23,4

*Розроблено за джерелом: Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>.

Немає потреби доводити важливість захисту довкілля, жодна сфера людської діяльності не може здійснюватися поза природо-

користуванням. Давно відомий вплив екологічної безпеки на рівень життя населення та на сам рівень якості трудового потенціалу, адже людина не може функціонувати поза природно-ресурсним потенціалом.

Неможливо заперечувати й те, що повноцінне відновлення та збереження навколишнього середовища неможливе без допомоги людини, а відтак, вимагає системних просторово-часових інвестицій, які допоможуть вирішити такі питання: раціональне використання природних ресурсів; поліпшення якостей та властивостей екосистеми; запобігання екологічним ризикам і зниження їх.

Інвестування заходів екологічної безпеки є пріоритетом держави, але частка приватних інвестицій також має збільшуватись, а держава зобов'язана сприяти залученню приватного сектору до таких дій.

У рекламній сфері бачимо соціальну діяльність, спрямовану на задоволення потреб населення в товарах, послугах та ідеях поширення інформації в будь-якій формі й у будь-який спосіб з метою ознайомлення суспільства з тим чи іншим питанням. Ця галузь соціальної сфери є невіддільною складовою в діяльності людини. Вона є не тільки рушієм процесу продажу, надаючи покупцеві інформацію про товар чи послугу, а й носить соціальний, політичний та релігійний характер, зосереджуючи увагу населення на суспільно важливих проблемах та питаннях.

Джерелами інвестування комерційної реклами, як правило, є кошти приватних осіб, які матимуть або фінансовий зиск від її результатів, або стабілізацію результатів на ринку. Компанії та підприємства давно розвивають цю галузь. Щодо соціальної реклами, то вона є некомерційною інформацією державних органів і громадських організацій з питань здорового способу життя, охорони довкілля, раціонального використання енергоресурсів, профілактики правопорушень, соціального захисту та безпеки населення, в яку, як правило, інвестує держава або особи, які мають пільги, передбачені відповідним законодавством держави.

У галузі побутового обслуговування розглядаємо організовану діяльність суб'єктів підприємницької діяльності, пов'язану з наданням побутових послуг з індивідуального виготовлення і ремонту одягу, взуття та трикотажних виробів, ремонту і будівництва житла, послуги перукарень, майстерень з ремонту побутової техніки, транспортних засобів, радіо- і телеапаратури і інше. Інвестиційні ресурси мають спрямовуватися на підтримку та розв'язання основних проблем трудового потенціалу, задіяного у цій галузі; впровадження форм підготовки та перекваліфікації громадян для роботи; створення центрів інформаційної, консультатив-

ної та методичної допомоги; організацію семінарів і нарад; організацію виконання заходів щодо прискорення розвитку сфери.

Соціальна сфера вельми специфічна, адже є ключовою сферою в житті суспільства, де реалізуються соціальні інтереси всіх верств населення, вона не тільки бере участь у відтворенні головної продуктивної сили суспільства — людини і тим активно впливає на створення сукупного продукту, а й визначає темпи соціально-економічного прогресу, тому більшою мірою потребує акценту на залученні ресурсів з державних джерел фінансування.

Відсутність належної уваги до розвитку соціальної сфери, на жаль, веде до економічно слабкої й хиткої ситуації у державі, уповільнення темпів розвитку і погіршення якості економічного зростання. Брак інвестицій у соціальну сферу, а точніше — в людський капітал, призводить до економічних втрат: уповільнення темпів нарощування й оновлення основних невикористаних засобів, погіршення їх технологічної структури, браку поточних матеріальних ресурсів соціальної сфери. Соціальне інвестування передбачає цільове залучення ресурсів для розв'язання пріоритетних соціальних проблем населення.

Завдяки інвестиціям у соціальну сферу забезпечує стабільний процес розширеного відтворення елементів економічної системи й підвищує рівень якості життя членів суспільства.

Інвестиції в соціальну сферу сприятимуть збільшенню національного багатства шляхом прискорення науково-технічного прогресу, створення необхідних передумов для підвищення рівня зайнятості в суспільному виробництві та раціонального використання трудових ресурсів, забезпечення розширеного відтворення робочої сили, вдосконалення структури вільного часу працюючих.

5.5. Активізація інвестиційної діяльності на ринку житла

Ю. І. Козак, Д. М. Фаріон

Від початку 1990-х років в Україні відбувається складний і суперечливий процес трансформації суспільно-економічної системи, в рамках якого реалізуються послідовні перетворення у житловій сфері країни. Проведені в суспільстві радикальні перетворення, визнання інституту приватної власності і приватизація житлового фонду вможливили початок формування українського ринку житла та різні нововведення у житловій сфері країни.

На початковому етапі перетворень вважалося, що достатньо надати суб'єктам господарювання свободу діяльності, створити базисні механізми ринку житла, і ринкові процеси в житловій сфері дозволять вибудувати ефективний механізм забезпечення якісним житлом усіх верств населення. Однак недостатній розвиток економічно-соціальних відносин ринку житла, відсутність багатьох необхідних елементів інфраструктури ринку, а також мінлива і суперечлива правова база не сприяли швидким перетворенням у житловій сфері. Крім того, в перебігу економічних реформ виявилися такі негативні процеси, як довготривала висока інфляція, хронічний бюджетний дефіцит, різкий спад промислового виробництва, загальне зниження рівня життя людей і різка поляризація населення за рівнем доходів, які погіршили становище у житловому господарстві.

Загальну динаміку розвитку житла в Україні представлено у табл. 5.14.

Таблиця 5.14

ВВЕДЕННЯ В ЕКСПЛУАТАЦІЮ ЖИТЛА В УКРАЇНІ*

Роки	Введено всього		У т.ч. індивідуальними забудовниками	
	тис. м ² загальної площі	у % до попереднього року	тис. м ² загальної площі	у % до попереднього року
1980	17 326	96,6	4641	80,7
1985	19 193	104,5	5178	112,7
1990	17 447	89,4	4397	88,1
1995	8663	85,8	3877	108,8
2000	5558	90,4	3351	101,4
2001	5939	106,8	3446	102,8
2002	6073	102,3	3613	104,9
2003	6433	105,9	3864	107,0
2004	7566	117,6	5026	130,1
2005	7816	103,3	4369	86,9
2006	8628	110,4	4652	106,5
2007	10 244	118,7	5677	122,0
2008	10 496	102,5	5831	102,7
2009	6400	61,0	2287	39,2

* Розроблено за джерелом: Офіційний веб-сайт Державного комітету статистики України [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrstat.gov.ua>>.

Важливою характеристикою житлового фонду є рівень його зносу. Житловий фонд України представлений зведеними об'єктами: протягом 1950—1960 років — 43 %, 1960—1970 років — 24 %, 1970—1980 років — 16,1 %, 1980—1990 років — 10,5 %. При цьому у великих містах знос житлового фонду зараз становить майже 60 %. Введення нових будинків не перекриває старіння житлового фонду. 10 % усього житлового фонду потребує невідкладного капітального ремонту, 15 % — реконструкції. За останні 15 років обсяг застарілого й аварійного житлового фонду зріс у 2,4 разу. Розподіл житлових будинків за рівнем показників зносу: від 0 до 30—38 %; від 31 до 65—56 %; понад 65 —56 %¹.

Таким чином, вирішення питань оновлення житлового фонду є однією з найактуальніших народногосподарських проблем сучасної України. Світовий досвід переконує, що найважливішою умовою динамічного економічного розвитку є активізація інвестиційної діяльності в житловій сфері, і передусім у сфері житлового будівництва. У зв'язку з наявністю тісного взаємозв'язку останнього з реальним сектором економіки зміна параметрів інвестиційної активності, попиту і пропозиції на ринку житла викликає ланцюгову реакцію в інших галузях економіки (за рахунок розвитку реального сектору економіки — зміни обсягів будівництва нового житла, виробництва будматеріалів, обладнання та залучення фінансового сектору до інвестиційної діяльності), що справляє позитивний вплив на національну економіку в цілому. Отже, активізацію житлового інвестиційного процесу можна розглядати як один із вагомих механізмів прискорення подальших соціально-економічних перетворень.

Однак цей процес покликаний у кінцевому результаті сформувати конкурентний ринок житла та житлових послуг, забезпечити можливість громадянам отримувати якісне, комфортне та доступне житло, наражається у своєму розвитку із багатьма труднощами.

По-перше, стан інвестиційної інфраструктури вітчизняного ринку житла в організаційному та фінансовому відношенні з урахуванням величезної суспільної потреби в якісному житлі ще досить далекий від досконалості, про що свідчить кардинальна невідповідність наявних і реально використовуваних сьогодні обсягів інвестиційних ресурсів фактично необхідній їх сумі. По-друге, останніми роками спостерігається постійне зниження до-

¹ *Онищук Г. І.* Нові підходи до фінансування капітального ремонту житлового фонду України / *Г. І. Онищук, В. Г. Марочко, В. А. Руденко* // Реконструкція житла. — 2008. — Вип. 9.

ступності житла для населення, що зумовлено випереджальним зростанням цін на нерухомість порівняно зі зростанням реальних доходів працюючих громадян.

Зараз реальним джерелом інвестицій у житловій сфері є кошти населення, організацій і бюджетів усіх рівнів. Залучення в активний інвестиційний обіг більшого обсягу ресурсів можливе тільки при створенні цілісної системи регулювання інвестиційних інтересів на ринку житла. Урахування суспільних потреб, забезпечення доступності комфортабельного житла для проживання всіх верств населення зумовлюють необхідність інституціонального регулювання ринку житла та основних напрямів інвестиційної активності в житловій сфері. Оскільки добробут більшості сімей залежить від розв'язання їхнього житлового питання, соціально зорієнтована ринкова економіка України вимагає участі держави у відтворенні житла та поліпшенні житлових умов населення країни. Тому очевидно, що для оптимізації інвестиційної діяльності всіх учасників ринку житла необхідно одночасне використання механізмів і державного, і ринкового регулювання.

Усталена практика реалізації інвестиційної діяльності на ринку житла показує, що донедавна суперечності і безсистемність регулювання інвестиційної активності суб'єктів вітчизняного житлового ринку залишалися проблемою більшою мірою практиків, а не завданням економічної науки. Тобто зміна умов функціонування житлового інвестиційного процесу, зумовлена істотною переробкою нормативно-правової бази в останні роки і впливом мінливих макроекономічних чинників, унеобхіднює поглиблене наукове дослідження цих питань.

Стан ринку житла, як і будь-якого іншого інвестиційного ринку, характеризується співвідношенням його елементів: попиту, пропозиції та рівня конкуренції, які постійно змінюються під впливом різномірних і різноспрямованих внутрішньо-ринкових і загальноекономічних чинників (ринкової кон'юнктури).

Функцією від наведених елементів ринку житла є його ціна, яка формується під впливом співвідношення платоспроможного попиту на житло та обсягу його пропозиції на ринку нерухомості. У країнах з розвинутою ринковою економікою основу платоспроможного чи реального попиту становлять приватні інвестиційні ресурси. Тому вирішення проблеми достатності коштів населення з подальшою трансформацією їх у різні фінансові інструменти для житлового інвестування має велике значення при формуванні ринкових механізмів розподілу житла, багато в

чому визначає співвідношення елементів ринку житла та розвиток житлової сфери країни загалом.

Важливою складовою ефективності інвестиційного процесу в житловій сфері є розуміння суб'єктно-об'єктної структури ринку житла, змістові аспекти економічних відносин учасників цього ринку, спонукальні мотиви інвестиційної діяльності на даному ринку інституціональних і приватних інвесторів, інвестиційна привабливість цього ринку, а також можливості управління інвестиційним процесом на ринку житла.

Структуру ринку житла становлять об'єкти житлового фонду, суб'єкти ринку, а також інфраструктура. Об'єктну базу ринку житла формує приватний житловий фонд — житло, що перебуває у власності фізичних та юридичних осіб і представлене наявними, новостворюваними або реконструйованими житловими приміщеннями (квартири, кімнати, будинки, частини будинків).

Загальноприйнято поділяти ринок житла на первинний і вторинний із притаманними їм об'єктами та суб'єктами житлового фонду. Первинний ринок житла — це ринок, на якому здійснюються операції з новоствореними в результаті будівництва та реконструкції, а також приватизованими об'єктами житлової нерухомості. Він забезпечує передання нерухомості в економічний обіг. На вторинному ринку здійснюються операції з уже створеними об'єктами житлової нерухомості, що перебувають в експлуатації, за яких житло переходить від одного власника до іншого.

Первинний і вторинний ринки як дві частини єдиного ринку нерухомості взаємно впливають один на одного. Наприклад, ціни вторинного ринку становлять особливий орієнтир, який показує, наскільки рентабельним є нове будівництво за наявного рівня витрат.

Залежно від виду ринку житла йому притаманний певний склад учасників. Назагал, суб'єктами інвестиційної діяльності у сфері житла виступають, з одного боку, учасники, що володіють вільними інвестиційними ресурсами (інвестори), з іншого — забудовники, підрядники, проектувальники та інші суб'єкти, які відчують потребу в інвестиційних ресурсах (реципієнти інвестиційних ресурсів). Третьою стороною інвестиційної діяльності є посередники, що забезпечують взаємодію інвестиційних інститутів зі споживачами інвестиційних ресурсів — державні інституції, банківські, страхові організації, агентства нерухомості, фонди тощо (рис. 5.10).

Держава на ринку житла може виступати як інвестором, так і реципієнтом фінансових ресурсів. Крім того, державні та громад-

ські організації (асоціації ріелтерів, оцінювачів, товариства із захисту прав споживачів та ін.) забезпечують економіко-правові відносини між учасниками процесу інвестування нерухомості.

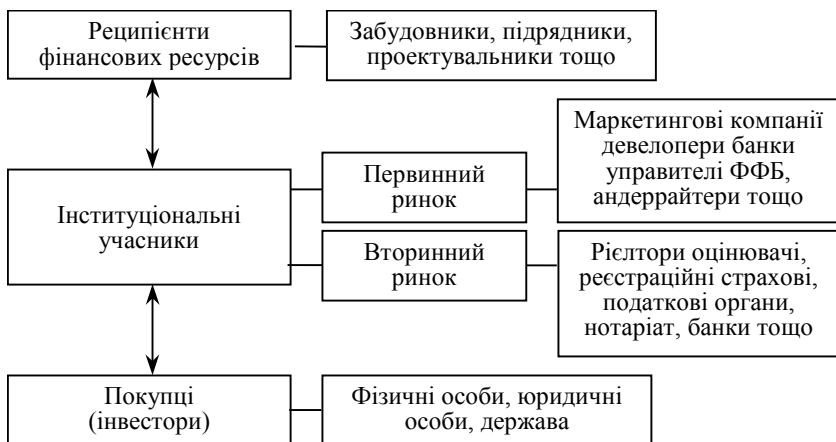


Рис. 5.10. Загальна схема ринку житла*

* Розроблено авторами.

Так, до інституціональних учасників, які представляють інтереси держави, що діє від його імені, НАЛЕЖАТЬ: органи державної реєстрації прав на нерухомість ТА угод з нею; організації, що регулюють містобудівний розвиток, землевпорядкування та землекористування, зонування територій, оформлення землевідведення (для будівництва житлових будинків); державні і регіональні органи архітектури та містобудування, що займаються узгодженням містобудівних планів забудови територій, видачею дозволів на будівництво; органи експертизи містобудівної та проектної документації, що займаються узгодженням і затвердженням архітектурних і будівельних проектів тощо.

Кредитори (кредитно-фінансові установи) надають капітал інвесторам, яким бракує коштів. Як правило, в загальному обсязі інвестицій у нерухомість власні кошти інвестора становлять певну частину, решта — це позикові кошти.

Подібно до кожної економічної системи житловий ринок має власну інфраструктуру. Інфраструктура житлового ринку — це система матеріальних та інформаційних умов, що забезпечують функціонування як будівельної галузі, так і процесів, що відбуваються на ринку вторинного житла. Інфраструктуру ринку ста-

новлять: підрозділи державних, регіональних, місцевих органів влади по житловому будівництву; інвестиційно-кредитна система — іпотечні банки, фінансові компанії тощо; галузі, що виробляють будівельні матеріали і техніку, інформаційні, консалтингові агенції тощо.

Інфраструктура ринку житла створюється і функціонує завдяки спільним зусиллям інституціональних і не інституціональних учасників ринку, що впливають на створення та споживання корисних властивостей об'єктів житлової нерухомості, а також на розподіл їх у ринковому середовищі. Рівні інфраструктури також можуть бути різними: національний, регіональний, локальний, об'єктний. Особливі завдання у рамках формування інфраструктури ринку житла вирішують державні, громадські та комерційні інститути у сфері управління інвестиційною діяльністю на ринку житла (в тому числі за напрямками регулювання та контролю) та вирішення соціальних проблем.

Отже, ринок житла є складним механізмом, що сприяє переведенню заощаджень і накопичень його учасників з пасивної форми запасів у продуктивний капітал, що приносить дохід інвесторів. При цьому сама житлова нерухомість як один із найбільш надійних і ефективних об'єктів інвестування слугує своєрідною страховою гарантією інвестиційних ризиків. У результаті неодноразового перерозподілу на ринку житло зрештою переходить до ефективних інвесторів, що забезпечує найраціональніше його використання.

Інвестиційна діяльність на ринку житла, як і сам цей ринок, має всі ознаки системи: в ньому теж присутній суб'єкт (інвестор), об'єкт (об'єкт інвестицій), зв'язок між ними (інвестування в нерухомість з метою отримання інвестиційного доходу) і середовище, в якому вони існують (інвестиційне середовище). При цьому зв'язок виступає системотвірним чинником, оскільки об'єднує всі інші елементи в одне ціле. Використання системного підходу дає змогу найбільш повно описати сутність інвестиційної діяльності на ринку житла, дослідити поведінку системи і визначити точки впливу для подальшого регулювання поведінки системи.

Слід зазначити, що хоча ця діяльність дуже різноманітна і може набувати різних форм, а її суб'єкти можуть використовувати різні джерела засобів й інструменти інвестування, все одно основні напрями інвестиційної діяльності назагал залишаються незмінними, так само, як і цільові функції учасників інвестиційного процесу.

Індивідуальні та інституціональних інвестори на ринку житла можуть мати різні цілі (рис. 5.11, 5.12). Своєю чергою, головною метою комерційних організацій є отримання прибутку за рахунок операцій на ринку житла.

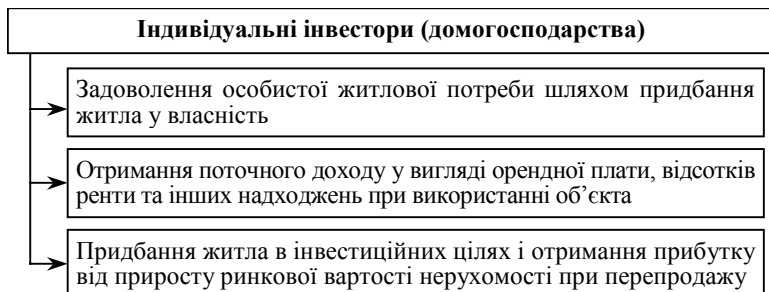


Рис. 5.11. Цільові функції індивідуальних інвесторів *

* Розроблено авторами.

Вивчення соціально-економічних і товарних характеристик житла як кінцевого об'єкта інвестиційних вкладень на ринку житла дає змогу стверджувати, що головною метою розвитку інвестиційного процесу як системи є постійне задоволення найважливішої суспільної потреби в житлі. Система може включати один або кілька етапів житлового інвестування (у випадку з цінними паперами, рефінансуванням кредитів та цінних паперів тощо), в кінцевому підсумку об'єднаних однією метою — створення потоків інвестиційного капіталу і спрямування їх на реальні житлові активи, в тому числі для особистого використання.

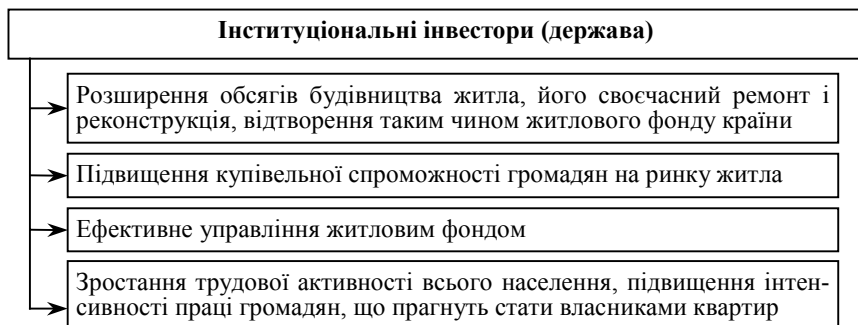


Рис. 5.12. Цільові функції інституціональних інвесторів *

* Розроблено авторами.

Іншими словами, мета інвестиційного процесу як системи полягає у розвитку та вдосконаленні ринкових механізмів будівництва та обігу об'єктів житлового фонду, а управління інвестиційним процесом можливо шляхом регулювання різними методами інвестиційної діяльності учасників ринку (головним чином інвесторів і реципієнтів інвестиційних ресурсів).

При цьому інвестиційний процес здійснюється за рахунок реалізації інвестиційного потенціалу, що являє собою матеріальну основу забезпечення динамічного соціально-економічного розвитку.

Таким чином, застосування системного підходу до управління інвестиційним процесом на ринку житла є актуальним завдяки новому осмисленню структури та функціонального змісту інвестиційних операцій у житловій сфері та створює передумови вироблення напрямів активізації інвестиційного процесу на ринку житла.

Незважаючи на тенденції погіршення кон'юнктури ринку, що зумовлені рецесією кінця 2000-х років, зниженням платоспроможного попиту з боку населення та зменшенням кредитного потенціалу фінансового сектору, аналіз особливостей реалізації інвестиційного процесу на ринку житла дає змогу визначити український ринок житла як досить розвинений в організаційному плані інвестиційний ринок, привабливість інвестиційної діяльності на якому не викликає сумнівів.

Подальший розвиток ринку житла та інвестиційної активності на ринку визначатимуться набором як внутрішніх, так і зовнішніх стосовно до ринку чинників і умов. Дослідження сукупності чинників, що сприяють активізації інвестиційної діяльності на ринку житла, дало змогу систематизувати їх і представити передумови розвитку інвестиційної діяльності по суб'єктно:

- для домогосподарств: роздержавлення житлового фонду, що дає змогу громадянам використовувати доходи від продажу наявного приватизованого житла для оплати житла, що купується; зростання значимості нерухомості, як об'єкта інвестування, важливої передумови стабільності життя і забезпечення майбутніх поколінь; зміна структури попиту населення на житло, зумовлена не тільки вимогами до розміру житлової площі, а й до планування та якості житла, типу та розташування будівлі, соціального статусу сусідів тощо; розвиток іпотечних програм, що дозволяють купувати житло за початкового внеску у 30—50 %; удосконалення законодавчого забезпечення прав громадян при житловому інвестуванні, розширення податкових пільг при купівлі-продажу житла та іпотечних операціях;

- для підприємств будівельної галузі: роздержавлення будівельного комплексу і загострення конкуренції, у тому числі з боку іноземних підрядників і виробників будматеріалів; прагнення модернізації підприємств будіндустрії і поліпшення технологій будівництва; зацікавленість у подоланні економічного спаду та збільшенні обсягів житлового будівництва; розуміння необхідності здешевлення будівництва за відносного зростання якості для підвищення доступності житла та розширення масштабів житлового будівництва; розвиток інфраструктури ринку житла (ріелтери, оцінювачі, страхові організації, органи державної реєстрації прав тощо); законодавче опрацювання питань надання земельних ділянок під будівництво;

- для фінансових інституцій: зростання інвестиційних потреб населення, розширення кола платоспроможних позичальників; зміцнення законодавчої й нормативної бази для іпотечних операцій, у тому числі для організації іпотечного кредитування незавершеного будівництва; нагромадження досвіду іпотечних операцій у банках, розроблення власних програм іпотеки, поява висококласних фахівців; становлення системи рефінансування іпотечних позик з державною підтримкою; створення структур вторинного ринку іпотеки, поява інституціональних інвесторів на вторинному ринку іпотеки; скорочення надійних об'єктів інвестування у фінансовому секторі, нестабільність фондового ринку;

- для держави та органів місцевої влади: поступове розширення середнього класу, зростання зайнятості населення та підвищення соціальної стабільності в суспільстві; зростання податкових надходжень і розширення фінансової бази для забезпечення соціальним житлом населення з низьким рівнем доходів; поживлення ділової активності на ринку житла, у будівельній галузі та інших пов'язаних з нею секторах народного господарства.

Утім, кон'юнктурні тенденції багато в чому визначаються сукупністю макроекономічних чинників, а нестабільність деяких з них останніми роками вносить відчутну невизначеність у прогнозування розвитку житлової сфери в нашій країні. Особливе занепокоєння викликає нестабільність фінансового становища компаній будівельної галузі, якій відводиться ключова роль у забезпеченні розширення об'єктної бази ринку житла.

Попри непрозорість фінансових потоків у житловому будівництві, можна припустити, що зниження рентабельності будівельних компаній пов'язане зі збільшенням витрат на будівництво, цін на будматеріали й енергоносії, а також зміною умов інвестування проектів з житлового будівництва кредитними організаціями.

При цьому, як показує практика, забудовники мають потребу в залученні додаткових інвестиційних ресурсів уже на момент завершення будівництва нульового циклу.

Якщо тенденція збережеться і норма прибутку будівельних компаній виявиться сумірною зі ставкою рефінансування, можливий вплив капіталу з будівельної галузі. І поки учасники ринку житла не забезпечать себе надійними й ефективними інструментами довгострокового інвестування будівельних проектів, досягнення бажаних обсягів житлового будівництва залишатиметься нереальним.

Тому важливими видаються питання оптимізації джерел формування інвестиційних ресурсів та впровадження нових схем фінансування житлового будівництва, визначення проблем та перспектив їх функціонування, переваг та недоліків, на які мають зв'язати інвестори.

Структура інвестування житлового будівництва залежить від типу житлової системи, від способу забезпечення потреби суспільства в житлі. Розрізняють житлові системи, що базуються на механізмі державного забезпечення житлом та на ринкових умовах. Більшість житлових систем відносять до змішаного типу, коли ринковий механізм забезпечення житлом не виключає державної чи комунальної участі. Як показує досвід, у більшості країн світу житловий комплекс є об'єктом економічного й адміністративного регулювання з використанням різних форм фінансування.

У розвинених країнах переважає ринковий підхід до розв'язання житлової проблеми. Оскільки середній клас посідає в суспільстві провідне місце, з'являється можливість купувати нове житло в кредит на основі пропозицій розвиненого житлового ринку та стабільності банківської системи, яка сприяє розвитку ринку іпотечних кредитів. Але приблизно 20 % населення є соціально незахищеним, тому отримують практично безплатне комунальне житло.

У вітчизняній практиці за планової економіки головними були державне житлове будівництво та будівництво житла підприємствами й організаціями для своїх працівників, тоді як кооперативна й індивідуальна забудова в містах відігравали незначну роль. Із переходом на ринкові засади, скороченням бюджетного фінансування житлового будівництва та забезпечення населення житлом основним джерелом інвестицій у житлове будівництво стали власні заощадження населення. Однак низький рівень платоспроможності переважної частини населення унеможливило пошук нових джерел фінансування будівництва житла.

В Україні кошти з державного бюджету спрямовують в основному на реалізацію цільових програм відтворення житла, до того ж вони зменшуються з кожним роком. Фінансові кошти місцевих бюджетів є лімітованими і призначені в цілому для оплати завершеного будівництва житла незаможних верств населення. Фінансування житлового будівництва за рахунок коштів підприємств і некомерційних організацій також має обмежений характер. Загалом за даними Мінрегіонбуду у 2009 році у структурі фінансування житлового будівництва основними джерелами залишалися кошти населення — 54,83 %, а також кошти підприємств, установ і організацій — 36,65 %, позабюджетні кошти на іпотечне та інші види кредитування — 7,47 %, кошти державного бюджету — 0,55 %, кошти місцевих бюджетів — 0,51 %¹.

Незважаючи на ухвалені нормативно-правові акти, що забезпечують розвиток іпотечного кредитування, масштабного застосування цієї форми фінансування житлового будівництва досі не відбулося. Головними стримувальними чинниками залишаються низька кредитоспроможність населення, проблеми розвитку вторинного ринку цінних паперів і рефінансування іпотечних банків.

Важливим елементом інвестиційної політики учасників ринку житла є пошук ефективних інструментів залучення інвестиційних ресурсів. Донедавна фінансування нового будівництва здійснювали за трьома способами: через інвестиційний договір із забудовником, цільові житлові облігації та участь у фонді фінансування будівництва (ФФБ). При цьому ФФБ були найменш популярним механізмом серед забудовників, проте водночас найбезпечнішим для інвестора.

Однак внесені (після суспільного резонансу з приводу дій деяких забудовників у 2005—2006 роках) зміни до Законів України «Про інвестиційну діяльність» та «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю», якими були запроваджені жорсткі вимоги до інвесторів та забудовників щодо будівництва житла й визначені загальні принципи, правові та організаційні засади залучення банками та іншими фінансовими установами грошових коштів фізичних та юридичних осіб в управління з метою фінансування будівництва житла та особливості управління цими коштами, стали для забудовників серйозною перешкодою на шляху залучення коштів населення. Змінами передбачено, що інвестування та фінансування

¹ Сайт Українського національного інформаційного агентства / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.ukrinform.ua/ukr/order/?id=876965>>.

житлового будівництва із використанням недержавних коштів, залучених від фізичних та юридичних осіб, може здійснюватися лише таким механізмом:

- фонди фінансування будівництва (ФФБ);
- випуск безвідсоткових (цільових) облігацій;
- інститути спільного інвестування (ІСІ);
- фонди операцій з нерухомістю (ФОН);
- недержавні пенсійні фонди (НПФ).

Ці нововведення справили вплив як на забудовників, котрим довелося відмовлятися від інвестиційних договорів на користь ФФБ чи облігацій (саме ці два механізми фінансування виявилися найпоширенішими), так і на інвесторів здебільше через зміни законодавчо закріплених прав учасників ФФБ.

Отже, інвестор, зважаючи на можливі ризики, обирає між рішенням інвестувати в облігації чи участю у ФФБ за рахунок власних коштів або отримувати іпотечний кредит у банку. При порівнянні механізмів очевидною є відмінність між ними. Кожен із цих інструментів має як позитивні, так і негативні сторони.

Фонди фінансування будівництва (ФФБ). Закон в обов'язковому порядку передбачає створення ФФБ фінансовою установою — управителем ФФБ, яка є посередником між інвестором і забудовником та залучає кошти фізичних та юридичних осіб, спрямовує їх на фінансування будівництва, здійснює контроль за процесом будівництва житла та цільовим використанням грошових коштів, а також кредитує всіх учасників під заставу житла, яке ще тільки будується.

Використання ФФБ має такі переваги:

1. Участь фінансової установи, що має комерційні інтереси й зацікавлена в успішній реалізації проекту. Тому кваліфікований управитель активно бере участь у всіх стадіях будівництва — від проектування до завершення будівництва та передання у власність житла. Причому контроль здійснюється дворівневий. По-перше, регулярний контроль управителем проведення робіт забудовником та перевірка цільового використання коштів довірителів згідно з графіками будівництва та фінансування. По-друге, управителя ФФБ контролює Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг та НБУ. Вони можуть вимагати заміни банку, який управляє ФФБ, або забудовника. Такий механізм дає змогу захистити інтереси довірителів (інвесторів) ФФБ, і змушує забудовників дотримуватися термінів та якості будівництва.

2. Дохід управителя залежить від обсягу залучених коштів інвесторів. Наявність управителя є основною гарантією захисту прав інвестора. В особі управителя забудовник має партнера, який розміщує кошти інвесторів конкретного об'єкта будівництва. Практика показала, що забудовникові дешевше заплатити винагороду до 5 % від обсягу залучених коштів управителю, який має кваліфікований персонал, ніж організувати продаж житла власними силами, часто без необхідних фахівців з маркетингу та продажу, і шукати фінансового партнера, щоб надавав кредити.

3. Надійність усіх суб'єктів — учасників системи. Забудовник проходить ретельну перевірку кваліфікованими спеціалістами. Управителю потрібні професійні фахівці для нагляду за будівництвом та побудови цінної політики та процесу реалізації житла. Мета у забудовника та управителя одна — вчасно передати інвесторові у власність квартиру.

4. Повний супровід управителем обслуговування довірительів.

5. Кредитування довірительів на придбання житла в рамках ФФБ під заставу майнових прав на житло, що купується.

6. Гарантований захист інтересів довірительів на законодавчому рівні.

У разі виникнення у фізичної особи потреби виходу з ФФБ кошти повертаються управителем за рахунок сформованого оперативного резерву. Виконання забудовником зобов'язань за договором про будівництво забезпечується іпотекою. Важливою перевагою при придбанні житла через участь у ФФБ є те, що довіритель стає власником житла одразу по завершенні будівництва. Оформлення права власності та технічного паспорта на квартиру здійснюється забудовником за власний рахунок.

Однак у роботі ФФБ є недоліки:

1. Він не гарантує інвесторові, який вносить кошти частинами, стабільної ціни житла.

2. Відміна обов'язкового страхування відповідальності забудовника за зрив терміну здачі будинку в експлуатацію.

3. Закон раніше передбачав повернення коштів довірительу за ринковою вартістю, але тепер умови повернення інвестицій визначаються правилами ФФБ.

Хоча законодавство передбачає різні способи фінансування, ФФБ залишаються достатньо поширенішими, оскільки вони відносно мало витратні при впровадженні. У 2006 році кількість створених ФФБ становила 209; у 2007 році — 311; у 2008 році — 467. Загальний обсяг залучених коштів за ці роки сягав

відповідно 2,7 млрд гривень; 5,92 млрд гривень; 7,95 млрд гривень¹.

Безвідсоткові (цільові) облигації. Цільові облигації — облигації, виконання зобов'язань за якими дає змогу товарами та/або послугами відповідно до вимог, встановлених умовами розміщення таких облигацій. Емітентом таких облигацій може бути особа, яка є власником або отримала право на постійне користування земельною ділянкою, або є орендаром земельної ділянки, на якій буде розташовано об'єкт житлового будівництва, яким забезпечується виконання зобов'язань за цільовими облигаціями.

Емісія, обіг та погашення цільових облигацій регулюються таким ключовими документами: проспект емісії облигацій (у разі відкритого розміщення) або рішення органу управління емітента (у разі закритого розміщення), договір купівлі-продажу пакету (лота) цінних паперів та договір бронювання (резервування) об'єкта нерухомості. Механізм випуску цільових облигацій регламентується Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку. Інформація про фінансове становище та всі аспекти господарської діяльності забудовника оприлюднюється, що безумовно сприяє прозорості цього способу фінансування. Кожному випуску облигацій присвоюють кредитний рейтинг.

Життєздатність і застосування цього способу залучення коштів на практиці підтверджується такими даними: у 2005 році забудовниками було розміщено безвідсоткових облигацій на суму 2,4 млрд гривень²; 2006 року — 9,4 млрд гривень³; 2007 — 6,9 млрд гривень відповідно⁴. Але переважаюча більшість випусків облигацій у 2008—2010 роках була розміщена лише формально, бо насправді залишилася на балансі компаній. Це пояснюється «перегрівом» ринку нерухомості високою вартістю квадратного метра житла, а в подальшому — і заморожуванням

¹ За даними рейтингово агентства «Кредит-Рейтинг» / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.credit-rating.com.ua>>.

² «Звіт про роботу Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2005 рік», Київ-2006. Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 15.06.06 № 5907 / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.dfp.gov.ua/files/RK-5907.pdf>>.

³ «Звіт про роботу Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2006 рік», Київ-2007. Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 05.07.2007 № 7572 / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.dfp.gov.ua/files/RK-7572.pdf>>.

⁴ «Звіт про роботу Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України за 2007 рік», Київ-2008. Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 26.06.2008 № 778 / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/zvit_na_sait_2007pdf>.

банками кредитування фізичних та юридичних осіб, що пов'язано з кризовими явищами в економіці України.

Перевагами безвідсоткових (цільових) облігацій для забудовників є: податкова оптимізація в рамках чинного законодавства, адже емісійний дохід з випуску облігацій не оподатковується; значно більші обсяги фінансування, ніж при кредитуванні окремим банком або групою банків (цільові облігації розміщуються на ринку серед широкого кола інвесторів); нижча вартість запозичення (за рахунок прямого запозичення в інвесторів); можливість запозичення траншами; можливість запозичення в необхідному обсязі на весь термін будівництва без надання застави та без сплати відсотків; створення позитивної публічної кредитної історії, що дасть можливість зменшити вартість запозичення у майбутньому.

Перевагами для інвестора є те, що із набуттям у власність облігацій він: закріплює за собою майнові права (права вимоги) на проінвестовану частину об'єкта нерухомості; отримує гарантію на цільове використання внесених грошових засобів; має можливість у будь-який момент продати майнові права на об'єкт нерухомості за ціною, іншою від номінала; отримує об'єкт нерухомості за ціною, вказаною в цільовій облігації, якщо ціна об'єкта нерухомості на момент її отримання перевищує вартість облігацій; має в особі ДКЦПФР надійного контролера за діяльністю і фінансовим станом емітента.

Разом із тим, безвідсотковим (цільовим) облігаціям притаманні недоліки: додаткові для забудовника витрати пов'язані з організацію випуску; договір бронювання об'єкта нерухомості, що укладається одночасно із придбанням цільових облігацій, є самостійним цивільно-правовим право чином і прямо не пов'язаний із зобов'язаннями емітента з їх погашення; високі ризики при купівлі житла за допомогою облігацій підтверджуються низькими кредитними рейтингами, що встановлюються даному фінансовому інструменту; більшість емітованих безвідсоткових облігацій практично не має забезпечення.

Інститути спільного інвестування (ІСІ). Ще одним з ефективних засобів фінансування будівництва є використання механізмів спільного інвестування. Після ухвалення у 2001 році Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», а також внесення змін до законодавства, які передбачають податкові стимули для інститутів спільного інвестування (ІСІ), розпочався активний розвиток цих інститутів. Головною перевагою ІСІ є відкладене оподаткування. При цьому існує

три види фінансування будівництва через інститути спільного інвестування — пряме, змішане та опосередковане через випуск цінних паперів. Слід зауважити, що останнім часом на будівельному ринку спостерігається певна переорієнтація інститутів спільного інвестування: робота із житловим сектором скорочується і відбувається перехід інвестицій в об'єкти комерційної нерухомості.

Фонди операцій з нерухомістю (ФОН). Згідно із Законом України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю», фонд *операцій з нерухомістю* — кошти, отримані управителем ФОН в управління, а також нерухомість й інше майно, майнові права та доходи, набуті від управління цими коштами.

ФОН менш популярні, ніж фонди фінансування будівництва (за 2007—2008 роки створено лише 10 ФОН). Раз із тим, якщо ПФБ призначені здебільше для осіб, які хочуть купити квартиру, то ФОН дають змогу інвесторові одержати прибуток від продажу житла або від його оренди. Однак важливою передумовою ефективного функціонування ФОН є перманентне зростання вартості нерухомості та, відповідно, отримання інвестором різниці між ціною інвестування об'єкта, що будується, та його ринковою вартістю. Нинішня динаміка цін на житло ставить під сумнів подальший розвиток цього інструменту в найближчій перспективі.

Недержавні пенсійні фонди (НПФ). Такі інституції надають послуги з недержавного пенсійного забезпечення, основною метою якого є забезпечення додаткових до загальнообов'язкового державного пенсійного страхування пенсійних виплат. При збільшенні активів пенсійні фонди отримують можливість ефективніше здійснювати інвестування в «альтернативні» до банківських депозитів види фінансових вкладень. Таким альтернативним різновидом можуть виступати об'єкти нерухомості. Водночас особливістю вітчизняних пенсійних фондів є те, що через недостатність інвестиційно привабливих підприємств та проєктів акумульовані ресурси доводиться розміщувати в банку. Тобто фактично наші недержавні пенсійні фонди на цьому етапі є посередниками між клієнтом і банком. Крім того, сама процедура створення й обслуговування НПФ вельми трудомістка і потребує відповідної державної підтримки.

Таким чином, за сучасних економічних умов в Україні надзвичайно важливим залишається питання пошуку ефективних механізмів залучення коштів приватних інвесторів (тоді як питома вага інших джерел фінансування будівництва житла залишається незадовільною).

Важливого значення для розвитку фінансування житлового будівництва в Україні набувають адаптація досвіду світової практики до вітчизняних умов, аналіз різних схем проектного фінансування, що їх використовують у розвинених країнах, та визначення можливості застосування їх в Україні. При цьому рекомендується переходити від тактичних цілей фінансування житлового будівництва до реалізації стратегічних цілей житлово-будівельної політики, зумовлених соціально-економічними перетвореннями у суспільстві.

Крім того, розглянуті інструменти, які використовуються учасниками ринку для фінансування проекту житлової сфери, існують окремо один від одного. Тому, беручи до уваги той факт, що кожен з них є досить складним фінансовим продуктом і має низку індивідуальних особливостей, важливим є розроблення стандарту, який би враховував усі ці особливості, бо це вможливить органічне поєднання цих інструментів, використовуючи індивідуальні переваги кожного.

5.6. Пріоритети інвестиційної діяльності туристичної сфери

О. М. Шуплат

Сучасну економіку більшості країн світу неможливо уявити без розвиненої інвестиційної сфери, яка є важливою ланкою її ринкового механізму. Рівень сформованості інвестиційного ринку, в тому числі й у сфері туризму, є індикатором рівня економічних перетворень у кожній державі.

Туристичний бізнес упевнено прагне першості порівняно з іншими галузями. Сфера послуг і, зокрема, такі її складові, як готельний комплекс, туризм, рекреаційний бізнес, наука та наукове обслуговування здатні зробити значний внесок у збільшення валового внутрішнього продукту (ВВП) за відносно малих капітальних витрат та коротких термінів окупності. Крім того, прискорений розвиток цієї сфери міг би сприяти динамічному розширенню внутрішнього ринку як основи стабільного економічного зростання в регіоні. Дослідження аналітичних матеріалів за науковою проблематикою туризму дає підстави стверджувати, що туристична галузь є найприбутковішою та найдинамічнішою галуззю економіки (табл. 5.15).

Таблиця 5.15

РОЗПОДІЛ СВІТОВОГО ВАЛОВОГО ВНУТРІШНЬОГО ПРОДУКТУ ЗА ГАЛУЗЯМИ*

Показники	2005		2006		2007		2008		2009	
	млрд дол. США	частка, %	млрд дол. США	частка, %	млрд дол. США	частка, %	млрд дол. США	частка, %	млрд дол. США	частка, %
Валовий внутрішній продукт	12638,3	100,0	13,398	100,0	14,061	100,0	14,369	100,0	14,119	100,0
Промисловість	1568,0	12,4	1651,5	12,3	1698,9	12,1	1647,6	11,5	1584,8	11,2
Освіта, охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	953,4	7,5	1015,2	7,6	1078,3	7,7	1148,9	8,0	1212,9	8,6
Мистецтво, виставкова діяльність, рекреація, заклади розмещення та харчування	481,5	3,8	511,3	3,8	545,2	3,9	535,4	3,7	513,1	3,6
Діяльність транспорту та зв'язку	369,6	2,9	395,5	3,0	405,4	2,9	418,7	2,9	389,5	2,8
Машинобудування	109,5	0,9	116,6	0,9	125,3	0,9	125,3	0,9	112,7	0,8
Сільське господарство, мисливство, лісове господарство	127,1	1,0	122,5	0,9	144,7	1,0	160,1	1,1	133,1	0,9
Добувна промисловість	192,0	1,5	229,0	1,7	254,2	1,8	317,1	2,2	240,8	1,7

* Розраховано автором за статистичними даними Всесвітньої ради подорожей та туризму / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.bea.gov/industry/xls/GDPbyInd_VA_NAICS_1998-2009.xls>.

Слід зазначити, що відсутність туризму як окремої галузі економіки у Класифікаторі видів економічної діяльності ускладнює об'єктивне оцінювання важливості розвитку туризму. В зв'язку з цим Всесвітня туристична організація (UNWTO) разом зі Всесвітньою радою подорожей і туризму (WTTC) розробили методику розрахунку обсягів туристичної діяльності шляхом уведення сателітних рахунків¹ (рис. 5.13).



Рис. 5.13. Структура туристичного споживання *

* Розроблено за джерелом: «Методика розрахунку обсягів туристичної діяльності». Наказ Державної туристичної адміністрації України та Державного комітету статистики України від 12.11.2003 року № 142/394.

Згідно з дослідженнями Всесвітньої ради подорожей і туризму, враховуючи вплив суміжних галузей у світі зафіксовано такі показники туристичної галузі (табл. 5.16).

Сателітні рахунки — додаткові національні рахунки, що містять наукову інформацію (у фізичних величинах) та доповнюють економічну інформацію системи національних рахунків. Вони охоплюють всю економічну діяльність, пов'язану з туризмом, яка включена до національних рахунків, але не ідентифікована як туризм. Ця діяльність визначається та поєднується в окремому рахунку, тобто рахунку, який є супутником національних рахунків. [Валінкевич Н. В. Удосконалення економічного механізму оцінки стану розвитку туризму в регіоні / Н. В. Валінкевич, К. Є. Орлова // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/eui/2010_1/10vnrtr.pdf].

Таблиця 5.16

ОСНОВНІ ПОКАЗНИКИ ТУРИСТИЧНОЇ ГАЛУЗІ У СВІТІ*

Рік	Питома вага туризму у світовому ВВП**		Зайнятість** в туризмі	Обсяг капітальних інвестицій у туризм		Експорт туристичних товарів та послуг		Внутрішнє туристичне споживання	
	млрд дол. США	частка, %		частка, %	млрд дол. США	частка, %	млрд дол. США	частка, %	млрд дол. США
2000	3268,84	10,0	9,6	288,89	4,0	573,66	7,1	2160,79	5,3
2001	3218,14	9,9	9,2	299,39	4,3	562,92	7,2	2088,64	5,2
2002	3230,60	9,6	9,2	289,34	4,1	587,58	7,2	2093,42	5,0
2003	3558,69	9,4	9,2	306,58	3,9	650,51	6,8	2326,81	4,9
2004	4079,07	9,6	9,5	394,40	4,4	771,64	6,7	2650,66	4,9
2005	4415,35	9,6	9,4	463,50	4,6	836,62	6,4	2844,92	4,8
2006	4768,24	9,6	9,5	524,72	4,7	910,08	6,1	3070,67	4,7
2007	5366,87	9,6	9,6	627,22	4,9	1048,35	6,0	3429,10	4,7
2008	5807,13	9,4	9,1	710,07	5,0	1159,24	5,8	3694,34	4,5
2009	5408,68	9,3	8,8	620,34	4,8	1032,79	6,5	3411,59	4,6
2010	5701,95	9,0	8,6	611,70	4,5	1100,99	5,9	3662,62	4,5

* Розроблено за джерелом: статистичні дані Всесвітньої ради подорожей та туризму / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.wttrc.org/eng/Tourism_Research/Economic_Research>.

** З урахуванням супутніх галузей.

Таблиця 5.17

ОСНОВНІ ПОКАЗНИКИ ТУРИСТИЧНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ
В УКРАЇНІ*

Рік	Питома вага туризму у ВВП країни		Зайнятість у туризмі**		Обсяг капітальних інвестицій у туризм		Експорт туристичних товарів та послуг		Внутрішнє туристичне споживання	
	млрд дол. США	частка, %	частка, %	млрд дол. США	частка, %	млрд дол. США	частка, %	млрд дол. США	частка, %	частка, %
2005	7,175	8,3	7,3	0,36	1,9	3,54	7,9	5,89	4,5	
2006	8,816	8,1	7,2	0,54	2,0	4,02	7,9	7,09	4,4	
2007	11,503	8,0	7,1	0,90	2,2	5,32	8,3	9,18	4,2	
2008	14,211	7,8	7,0	1,34	2,8	6,72	7,9	11,47	4,1	
2009	10,058	8,5	7,5	0,65	3	4,35	7,9	7,58	4,3	
2010	10,481	7,9	7,0	0,62	2,8	4,54	6,9	8,13	4,0	

* Розроблено за джерелом: статистичні дані Всесвітньої ради подорожей та туризму / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.wtrc.org/eng/Tourism_Research/Economic_Research>.

** З урахуванням супутніх галузей.

Порівнюючи світовий досвід з організації туризму із сьогоднішнім станом його в Україні, наголосимо, що між ними існує значний розрив. За даними Всесвітньої ради подорожей і туризму показники розвитку туристичної індустрії такі (див. табл. 5.17).

За даними Європейської бізнес-асоціації індекс інвестиційної привабливості України восени 2011 року знизився на 0,95 пункта — до рівня 2,56 за 5-ти бальною шкалою, впавши до рівня показників III кварталу 2009 року табл. 5.17. Через несприятливий інвестиційний імідж країна є малопривабливою для міжнародного капіталу, особливо в посткризовий період.

Для подолання значного розриву у розвитку туристичної індустрії України зі світовим досвідом необхідно створити сприятливий інвестиційний клімат, оскільки світова практика свідчить, що країни з трансформаційними економіками, як правило, не в змозі подолати об'єктивні труднощі перехідного періоду без залучення й ефективного використання інвестицій. Інвестиції загалом та іноземні зокрема створюють необхідні передумови для пожвавлення загальної економічної активності та формування національних інвестиційних ринків, бо дають змогу досягти потрібного їх рівня (20—25 % ВВП) на тлі дефіциту внутрішніх інвестиційних ресурсів.

Прямі іноземні інвестиції, зокрема, сприяють впровадженню технологічних нововведень, забезпечуючи зростання науково-технічного потенціалу, та стимулюють економічний розвиток, даючи змогу здійснювати структурну перебудову і модернізацію господарства за умов сучасного глобалізованого економічного простору.

Проблеми розвитку підприємств туристичної індустрії неможливо подолати самотійно лише тим учасникам ринку, які функціонують у цьому секторі економіки України. Певну частину проблем можна подолати лише за допомогою держави.

Забезпечення сталого економічного зростання України вимагає активізації інвестиційної складової суспільного відтворення. У цьому важлива роль належить державі, оскільки інвестиційну політику та механізми її реалізації визначають органи державної влади на підставі аналізу соціально-економічної ситуації в країні. Прикладний підхід до розроблення інвестиційного процесу й обґрунтування інвестиційної політики в країні потребує аналізу комплексу пов'язаних між собою чинників, котрі впливають на реалізацію інтересів суб'єктів, які мають у своєму розпорядженні інвестиційні ресурси, й на механізм використання цих ресурсів¹.

¹ Русин Н. П. Удосконалення державного регулювання формування функціонально-цільового і структурного організаційно-економічного механізму залучення інвестицій у регіон / Русин Н. П., Русин Л. П. // Науковий вісник Ужгородського університету. Економіка. — 2008. — № 26. — С. 59.

«Державне (макроекономічне) регулювання — здійснення державою комплексних заходів у сфері соціальних, економічних, політичних, духовних та інших суспільних процесів з метою їх упорядкування, встановлення загальних правил і норм суспільної поведінки, а також запобігання негативним явищам у суспільстві»¹.

Стосовно сфери інвестиційної діяльності, згідно з фінансово-економічним словником², державне регулювання інвестиційної діяльності в Україні — це один із напрямів реалізації державної інвестиційної політики шляхом прийняття законів та інших нормативних актів, які регулюють інвестиційну діяльність у країні. На думку українського вченого І. В. Драган³, державне регулювання інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання — це система форм, методів та засобів державного впливу на інвестиційну діяльність підприємств та організацій для забезпечення ефективних умов їх функціонування та залучення якнайбільшого обсягу інвестицій для розвитку економіки держави загалом.

Світовий досвід свідчить, що державне регулювання економіки не є антиподом ринку, а розглядається як продукт і найважливіший елемент сучасної ринкової економіки, необхідний і самому бізнесу⁴. Саморегульовальний механізм ринку не є самодостатнім, він не виключає необхідності втручання держави в економічні процеси. Проблеми вибору рівня та механізмів державного регулювання присвячено багато економічних праць, однак і досі це питання залишається спірним. Як відомо, вирізняють два основні підходи до державного регулювання економіки: монетаристський, який передбачає обмежене втручання держави в економіку, та кейнсіанський, який віддає перевагу активній ролі державної економічної політики. Обидві концепції домінували в різних країнах світу у певний період їх розвитку. Але очевидно, що ринковий механізм не може підтримуватися без створених державою відповідних

¹ Воротін В. Є. Макроекономічне регулювання в умовах глобальної трансформації: Монографія / В. Є. Воротін. — К.: В-во УАДУ, 2002. — С. 257.

² Загородній А. Г. Фінансово-економічний словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк. — Львів: Видавництво Національного університету «Львівська політехніка», 2005. — С. 408.

³ Драган І. В. Оцінка сучасного стану залучення іноземних інвестицій в Україні / І. В. Драган // Теорія інвестицій. — 2009. — № 18, вересень. — С. 5.

⁴ Сеніна Г. В. Державне регулювання інвестиційної діяльності в аграрній сфері / Г. В. Сеніна. — К.: ІАЕ УААН, 2003. — С. 79.

умов. Це стосується будь-якої країни і в будь-який період¹. Без державного регулювання неможливо досягти економічного розквіту країни.

Наведені твердження особливо актуальні за активізації інвестиційного процесу в Україні загалом та реформування туристичної сфери в контексті підготовки до Євро-2012 зокрема. Перед державою постає чітке завдання визначити пріоритети інвестиційної діяльності суб'єктів туристичної індустрії у контексті забезпечення економічного розвитку. Доцільно згрупувати інструменти та важелі державного регулювання для активізації інвестиційного розвитку рекреаційно-туристичного комплексу за такими ознаками (рис. 5.14):

- фінансово-кредитні важелі, спрямовані на створення сприятливого кредитного середовища для розвитку підприємницької діяльності у туристичній галузі;
- адміністративні важелі — це важелі управління ринковою моделлю з елементами державного регулювання розвитку й активізації сфери туризму на загальнодержавному та регіональному рівнях;
- нормативно-правові важелі розробляються і впроваджуються центральними та місцевими органами влади і передбачають загальну організацію і правову регламентацію туристичної діяльності;
- фіскальні важелі — передбачають оптимізацію кількості податків для підприємств рекреаційно-туристичного комплексу, надання податкових пільг під конкретні проекти, які спрямовані на розв'язування регіональних і соціальних проблем інвестування у туристичну галузь;
- структурні важелі — передбачають сукупність наукових методів і практичних заходів, спрямованих на оптимізацію внутрішніх пропорцій туристично-рекреаційної сфери, полягає в активному сприянні держави економічному зростанню та його динамізації відповідно до вимог сукупного попиту;
- соціально-психологічні важелі — передбачають проведення активних пропагандистських кампаній як для зовнішнього ринку, так і для внутрішніх споживачів туристичного продукту з метою формування іміджу України як держави, сприятливої для рекреації і туризму, підвищення соціального сприйняття туризму місцевим населенням, збереження традиційних для українців гостинного та доброзичливого ставлення до гостей — вітчизняних та іноземних туристів.

¹ *Пешко А. В.* Інвестиційна діяльність в Україні: Монографія / А. В. Пешко. — К.: Видавничий Дім Дмитра Бураго, 2006. — С.137.



Рис. 5.14. Основні напрями інвестиційної політики держави в галузі туризму*

* Розроблено автором.

Необхідно зазначити, що наведений комплекс інструментів державної інвестиційної політики чітко простежується у стратегічних напрямках соціально-економічного розвитку Києва, розроблених на період до 2015 року¹. Так, до першочергових заходів з підвищення ефективності функціонування рекреаційної сфери, розвитку внутрішнього і в'їзного туризму та готельного господарства належать:

- стимулювання підприємницької активності в згаданих видах економічної діяльності, цільове залучення ресурсів цих суб'єктів господарювання на виконання програм розвитку мережі об'єктів дозвілля і відпочинку, реставрації історико-культурних пам'яток;
- упровадження податкових пільг для інвесторів, які гарантують розбудову та довгострокові вкладання в туристично-готельну й санаторно-курортну індустрію, в тому числі звільнення від оподаткування частини прибутку рекреаційних підприємств, використаної на поліпшення їхньої матеріально-технічної бази;
- забезпечення прозорості механізмів приватизації та відкритого продажу акцій столичних готельних підприємств на внутрішньому та зовнішньому ринках;
- удосконалення механізмів контролю за дотриманням стандартів надання туристично-рекреаційних, санаторно-курортних і готельних послуг, подальшу сертифікацію підприємств рекреаційної сфери;
- нормативне регулювання цінової політики на засадах співвідношення «ціна—якість», стимулювання пільгової тарифікації екскурсійного і транспортного обслуговування;
- створення при органах міської влади маркетингової, рекламної та консультативної служби туристично-готельного й санаторно-курортного бізнесу, заснованої на сучасних інформаційних технологіях.

Для розуміння суті державного регулювання інвестиційної політики в сфері туризму розглянемо детальніше кожен інструмент. Нормативно-правовою базою регулювання туристичної галузі та інвестиційного аспекту в Україні є Господарський Кодекс України, Закони України «Про туризм»², «Про організацію та проведення фінальної частини чемпіонату Європи 2012 року з

¹ Київ—2015. Стратегія розвитку (Стратегічні напрями соціально-економічного розвитку на період до 2015 року). — К.: ЗАТ «НІЧЛАВА», 2004 — С.143—142.

² «Про туризм». Закон України від 18.11.2003 № 1282-IV / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1282-15>>.

футболу в Україні»¹, «Про інвестиційну діяльність»² та ін. Крім того, у вересні 2010 року розроблено та схвалено «Концепцію Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011—2015 роки»³ (схвалено Розпорядженням КМУ від 29.09.2010 року № 1900-р). Метою Програми є створення умов для активізації інвестиційної діяльності, спрямованої на модернізацію реального сектору економіки та забезпечення сталого економічного розвитку. Один зі способів розв'язання проблеми — визначення інвестиційних проектів, спрямованих на розвиток інфраструктурних і базових секторів економіки, як пріоритетних для надання державної фінансової підтримки⁴.

Утім, чинна законодавча база не сприяє залученню ані іноземних, ані вітчизняних інвестицій. Спроби вдосконалити нормативно-правову базу з урахуванням вимог інвесторів неодноразові. Так, у 2008 році був розроблений проект Закону «Про заходи щодо державної підтримки розвитку туристичної індустрії в Україні при підготовці проведення Чемпіонату Європи з футболу 2012 року», документ дозволив би створити сприятливий підприємницький та інвестиційний клімат, а також активізувати залучення інвестицій у туризм. Законопроект передбачав механізм обов'язкового резервування та продажу земельних ділянок під будівництво готелів в обласних центрах в обсязі не менше 5 % від загальної площі землі, яка виділялася під об'єкти містобудування. Передбачалося скасувати правило про участь замовників будівництва туристичних об'єктів у розвитку інженерно-транспортної та соціальної інфраструктури (ця норма дозволила б зменшити вартість проектів на 10—15 %). Пропонувалося звільнити від оподаткування ввезених на митну територію України матеріалів, обладнання та комплектуючих, які б використовувалися для будівництва об'єктів туристичної інфраструктури. Суб'єкт господарювання, який є власником нового або реконст-

¹ «Про організацію та проведення фінальної частини чемпіонату Європи 2012 року з футболу в Україні». Закон України від 19.04.2007 № 962-V / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=962-16>.

² «Про інвестиційну діяльність» Закон України від 18.09.1991 № 1560-XII / [Електронний ресурс]. — Режим доступу:

<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1560-12>.

³ «Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011—2015 роки». Розпорядження Кабінету Міністрів України від 29.09.2010 № 1900-р / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1900-2010-%F0>>.

⁴ Концепція державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011—2015 роки: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 29.09. 2010 року № 1900.

руйованого готелю, згідно із законопроектом набував право на податкові пільги, а саме: зменшення суми податку на прибуток від надання готельних послуг — на 50 %, зменшення суми ПДВ — на 50 %, звільнення від податку на рекламу готелю. Проте у травні 2010 року цей проект був відхилений Верховною Радою України, відтак, позитивних зрушень у законодавчій базі туристичної сфери не відбулося.

Водночас прийняття вищезазначеного законопроекту не вирішувало багатьох питань щодо діяльності в галузі туризму, таких як: невпорядкованість земельних питань, недосконалість системи ліцензування туристичних фірм (у 2010 році відмінено ліцензування турагентської діяльності), відсутність законів, які регулюють особливості провадження окремих видів туризму в Україні, так званого інституціонального законодавства, проблеми гармонізації українського законодавства про туризм з нормами міжнародного права тощо. Створенню ефективного інвестиційного клімату в галузі туризму може посприяти розроблення законопроекту про створення спеціальних економічних зон туристично-рекреаційного типу з особливим режимом інвестиційної діяльності¹. Необхідно продовжити роботу над Законом України «Про внесення змін до деяких законів України щодо сприяння інвестиційної діяльності у будівництві»² з урахуванням умов підготовки до Євро—2012. Слід внести зміни до Закону України «Про податок на додану вартість»³ з метою відновлення для туристичних підприємств, які здійснюють експорт послуг, нульової ставки ПДВ, що стимулюватиме розвиток в'їзного туризму.

Щодо фінансових інструментів стимулювання інвестиційної діяльності в сфері туризму слід подолати недосконалість податкового законодавства, що суттєво стримує надходження інвестицій у туристичну галузь. Політика держави у сфері іноземного інвестування повинна мати на меті створення сучасної системи регулювання, яка б підвищила інвестиційну привабливість економіки й забезпечила потужну мотивацію нерезидентів щодо

¹ Кальченко О. М. Проблеми формування інвестиційної політики в туристичній галузі / О. М. Кальченко // Вісник Чернігівського державного технологічного університету. Серія «Економічні науки»: Збірник наукових праць. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/Vcndtu/2009_38/18.htm>.

² «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо здійснення державного архітектурно-будівельного контролю та сприяння інвестиційній діяльності у будівництві» Закон України від 16.05.2007 № 1026-V / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1026-16>>.

³ «Про податок на додану вартість». Закон України від 03.04.1997 № 168/97-BP / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=168%2F97-%E2%F0>>.

вкладання коштів. Ефективним важелем успішного виконання цього завдання може стати, за певних обставин, податкова політика щодо іноземних та внутрішніх інвестицій, що посприяє розвитку туризму.

Наприклад, туристичне підприємство щомісяця сплачує в державну казну чималі кошти з обігових фондів у вигляді податкових платежів. За даними Державної служби туризму і курортів, система оподаткування поглинає 70—85 % прибутку турфірм. Ці кошти підприємство могло б використовувати на розроблення власних нових туристичних маршрутів, на поліпшення інфраструктури, якщо це готель, санаторій чи будь-який інший заклад розміщення. Ті незначні кошти, що їх музейні установи отримують за проведення екскурсій, спрямовуються до бюджету, а могли б іти на збагачення музейного фонду, на покращення сервісу. У Москві, наприклад, у готелях для іноземців встановлено місцевий податок, яким поповнюється позабюджетний фонд розвитку туризму в столиці, а становить він лишень 1 долар США.

Розвинені країни світу вже нагромадили досвід податкового стимулювання іноземного інвестування. Система оподаткування там побудована таким чином, щоби постійно заохочувати інвесторів. Досвід розвинених країн у плані податкового стимулювання можна запозичити для економіки України.

По-перше, компаніям доцільно зменшувати розмір бази оподаткування за рахунок збільшення відрахувань у фонди, що включаються до виробничих витрат (зокрема амортизаційний фонд).

По-друге, заохочувати вкладання коштів за допомогою податкових канікул, податкових інвестиційних відрахувань, а також інвестиційних кредитів. Відновити податкові канікули для новостворених підприємств з іноземними інвестиціями.

По-третє, запровадити систему покриття збитків компанії за рахунок її прибутків упродовж кількох попередніх років або за рахунок її майбутніх прибутків.

По-четверте, розробити практику безоплатного (пільгового) підключення туристичних установ до всіх видів комунікацій.

По-п'яте, внести зміни до Закону України «Про податок на додану вартість» з метою відновлення для туристичних підприємств, які здійснюють експорт послуг, нульової ставки ПДВ, що дасть можливість зменшити ціну послуг та сприятиме збільшенню кількості туристів, зростанню обсягів реалізації туристичних послуг та додаткового споживання туристами товарів та послуг

понад ті, що надаються туроператором. Крім того, нульова ставка ПДВ виконує не тільки стимулювальну функцію, а й відіграє соціальну роль, бо робить внутрішній туризм доступнішим для населення та вигіднішим за ціною, ніж виїзний туризм.

По-шосте, запровадити знижену ставку ПДВ для готелів та інших закладів розміщення, що надають готельні послуги, які пройшли кваліфікацію на відповідність певній категорії (як це прийнято у багатьох європейських країнах). Зниження ставки ПДВ є потужною мотивацією для проходження процедури класифікації, яка, своєю чергою, приведе до залучення додаткових інвестицій у розбудову й реконструкцію матеріально-технічної бази підприємств туристичної індустрії з метою підвищення рівня якості послуг, що надаються.

Податкове стимулювання іноземного інвестування туристичного комплексу з боку органів влади в Україні порівняно з розвиненими країнами хвибує через відсутність досвіду формування державної політики у сфері оподаткування. Адже створення сприятливого інвестиційного клімату полягає у стабільній податковій системі, що передбачає невисоке оподаткування і побудову системи оподаткування на тих самих засадах, що й у розвинених країнах. Найбільший вплив на непривабливість України для західних інвесторів справляє не лише високий рівень податків, а й повне свавілля у запровадженні та скасуванні податків (пільг), відсутність податкової ініціативи місцевої влади. У державі не існує чіткої, узгодженої на різних рівнях стратегії податкового стимулювання. Розвиток податкової системи має будуватися на науково обґрунтованих принципах і враховувати зарубіжний досвід. Розроблення конкретних пропозицій з удосконалення податкової політики у сфері туризму, зокрема пропозиції щодо спрощення обчислювальної бази оподаткування, диференціації принципів оподаткування за видами туризму, зниженню податкового тиску на туристичні фірми, прискорить розвиток міжнародного туризму в Україні. Необхідно пам'ятати, що інвестиційний капітал біжить у країни з меншим податковим тиском і ліберальнішими умовами праці.

Щодо структурних інструментів державної інвестиційної політики необхідно зазначити повільні темпи та неузгоджені дії державних органів щодо приватизації. Для прикладу, на державному обліку перебуває лишень 75 замків, лише п'яту частину використовують для потреб туризму. Понад 500 замків та палацо-паркових об'єктів залишаються недослідженими. Кошти, що виділяються державою на ремонт і реставрацію цих унікальних об'єктів, мізер-

ні, немає механізму взаємодії державних і недержавних структур у проведенні необхідних пам'ятко-охоронних заходів. У зв'язку з цим доцільно розробити і внести на розгляд Верховної Ради України нормативно-правові акти, які б регламентували питання концесії, оренди, приватизації та використання об'єктів культурної спадщини. Проте до недавнього часу цей процес стримувала відсутність переліку пам'яток культурної спадщини, що не підлягають приватизації. Наявність такого переліку — вимога Закону «Про тимчасову заборону приватизації пам'яток культурної спадщини»¹, ухваленого у лютому 2005 року. Ще тоді Кабмін отримав доручення протягом шести місяців скласти список недоторканих об'єктів і внести відповідний проект закону до Верховної Ради. Але Закон України «Про внесення змін до переліку пам'яток культурної спадщини, що не підлягають приватизації», затвердженого Законом «Про Перелік пам'яток культурної спадщини, які не підлягають приватизації»² був ухвалений Верховною Радою України лише 12 лютого 2010 року.

До об'єктів державної (відомчої) власності, що підлягають приватизації у сфері рекреаційної індустрії, належать:

- майно санаторіїв, профілакторіїв, пансіонатів, будинків відпочинку, турбаз, кемпінгів та їхніх підрозділів, що виокремлюються в самостійні заклади і є єдиними майновими рекреаційними комплексами;

- незавершене будівництво;
- законсервовані рекреаційні об'єкти;
- частки (паї, акції), що належать державі у майні товариств з обмеженою відповідальністю, комерційних об'єднань та інших господарських товариств на рекреаційних територіях;

- частка майна профспілкових санаторіїв, профілакторіїв, будинків відпочинку, турбаз, кемпінгів, яка створена за рахунок коштів від вільної реалізації путівок, що передбачено в укладеному договорі про оренду.

Приватизації не підлягають:

- профспілкові санаторії, профілакторії, будинки відпочинку, турбази, кемпінги, які створені за рахунок членських добровільних внесків громадян України;

¹ «Про тимчасову заборону приватизації пам'яток культурної спадщини». Закон України від 01.02.2005 № 2391-IV / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2391-15>>.

² «Про внесення змін до Закону України «Про перелік пам'яток культурної спадщини, що не підлягають приватизації». Закон України від 12.02.2010 № 1887-VI / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>>.

- об'єкти гідрогеологічних режимних станцій, що є профспілковим майном;

- курортні поліклініки, бювети лікувальних мінеральних вод та інфраструктура обслуговування їх, що є власністю профспілок України;

- національні курортні та історико-архітектурні цінності України, надра, джерела лікувальних мінеральних вод та інших бальнеологічних ресурсів, а також інші об'єкти права виключної власності народу України, які розміщені на рекреаційних територіях;

- видовищні заклади, що призначені для обслуговування рекреантів і є власністю профспілок України;

- інфраструктура лісопарків, що розміщені на рекреаційних територіях і є власністю профспілок;

- господарські та технічні служби, необхідні для здійснення рекреаційно-оздоровчого процесу на рекреаційних територіях, які є власністю профспілок.

До об'єктів першочергової приватизації на рекреаційних територіях належать:

- державні (відомчі) збиткові санаторії, профілакторії, санаторії-профілакторії, пансіонати, будинки відпочинку, туристичні бази, кемпінги тощо;

- підприємства торгівлі, громадського харчування, побутового обслуговування, житлово-комунального господарства та інших сервісних галузей, які розміщені на рекреаційних територіях і обслуговують рекреантів.

У світі вже давно царює практика використання замків та історико-культурних пам'яток під готельні чи ресторани комплекси. Так, у 1928 році в Іспанії виникли парадорес — невеликі готелі у старовинних будівлях, що створюються переважно в оточенні красивих ландшафтів, із ресторанами місцевої кухні. 2004 рік став переломним, тоді парадорес сягнув нечуваних показників і зміг спрямувати значну частину прибутку в інвестиції на реставрацію історичних будівель. У 2004 році парадорес отримав сукупний дохід у розмірі 272,94 млн євро.

Щодо приватизації санаторно-курортних та готельних комплексів, то за даними Державного фонду майна України частка державної власності становить 40 %. І хоч українські науковці С. Дорогунцов та В. Чижова вважають, що «оптимальний об-

сяг державної власності на засоби виробництва має не спускатися нижче 30—35 %»¹, світовий досвід доводить протилежне.

Наведемо приклад, під час переходу до ринку в усіх галузях болгарської економіки розпочався процес приватизації, зокрема і в туризмі. Після 1997 року він досяг надто високих темпів і до кінця 2001 року практично став приватною галуззю. Сьогодні ця форма власності охоплює понад 96 % турпідприємств. Приватизація в туризмі привела до якісних змін у структурі ринкової пропозиції. Якщо у 1995 році понад 60 % готельної бази країни становили об'єкти низьких категорій (1—2 зірки), а 4—5-зіркові готелі — лише 7 %, то у 2001-му висококатегорійна база зросла до 12 %, а відносна частка низькокатегорійних готелів зменшилась на 18 пунктів. Крім того, у 2001—2002 роках у Болгарії були здійснені значні інвестиції низкою німецьких туроператорів у галузь туризму, а саме в болгарські готелі з метою підвищення їх категорійності й поліпшення рівня послуг. Особливістю німецьких іноземних інвестицій у готельний сектор Болгарії є те, що німецькі громадяни отримували прибутки від капіталовкладень у вигляді можливості безкоштовного або пільгового відпочинку в цих готелях. Туристична індустрія Болгарії від 2000 року має дохід понад 1 млрд євро на рік. Іде процес реконструкції готелів, зводяться нові, сучасні будівлі, створюється інфраструктура туристичного бізнесу високого класу².

Недосконалість чинного українського законодавства й відсутність дієвого контролю за приватизацією зумовлює нераціональне використання приватизованих закладів і земельних ділянок та незначні надходження до бюджету держави від приватизації. Зміна власника, на жаль, здебільше має спекулятивний характер і не супроводжується очікуваними інвестиціями та приходом ефективної управлінської команди. Особливе занепокоєння викликають численні спроби приватизації майна державних курортних закладів та переоформлення землевідводів земель курортного призначення. Дитячі спеціалізовані санаторії поступово замінюють на табори відпочинку, в яких діти залишаються без кваліфікованої медичної допомоги. Крім того, зараз в Україні відсутня програма державного стимулювання іноземного інвестора через механізм участі в процесі приватизації.

¹ Дорогунцов С. Методологічні проблеми відтворення основного капіталу в трансформаційний період / С. Дорогунцов, В. Чижова // Економіка України. — 2002. — № 12. — С. 30.

² Бұдько С. Болгарія пропонує все / Євген Бұдько, Ангел Ганев // Міжнародний туризм. — 2003. — № 2. — С. 48—50.

Скорочення обсягів державного фінансування (табл. 5.18), незначні обсяги довгострокового кредитування банківським сектором та невеликі обсяги інвестицій порівняно з потребою в них унеобхідне розробку та впровадження нових механізмів залучення фінансових ресурсів у санаторно-курортну сферу, одним із яких є механізм концесій¹.

Таблиця 5.18

ПОКАЗНИКИ ФІНАНСУВАННЯ ТУРИСТИЧНОЇ ГАЛУЗІ*

Програма фінансування / Рік	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Фінансова підтримка створення умов безпеки туристів та розбудови туристичної інфраструктури, тис. грн	0	49,5	1537,2	1139,9	480,0	432,0
Фінансова підтримка розвитку туризму, тис. грн	0	17 864,7	12 443,9	916,9	11 576,3	1826,7
Усього	0	17 914,2	13 981,1	2056,8	12 056,3	2258,7

* Розроблено за джерелом: Статистичні дані Державної служби туризму і курортів України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://www.tourism.gov.ua>>.

При інвестуванні на основі укладання концесійних договорів інвесторам надаються права на проведення господарської діяльності, пов'язаної з використанням об'єктів, що перебувають у державній або комунальній власності й передаються в концесію. Слід відзначити, що в санаторно-курортній сфері України такі підприємства становить 33 %².

Інвестування шляхом укладання концесійного договору має для потенційного інвестора (концесіонера) низку переваг порівняно з іншими формами інвестування:

- право отримати державне або комунальне майно на період від 10 до 50 років;
- можливість отримати в концесію не лише майно, а й права на провадження певних видів підприємницької діяльності, а саме:

¹ Концесія — це надання на підставі концесійного договору на обумовлений термін юридичній чи фізичній особі з метою задоволення громадських потреб виключного права на створення (будівництво) чи експлуатацію об'єкта концесії (строкове платне володіння), за умови взяття суб'єктом підприємницької діяльності на себе управління об'єктом концесії, майнової відповідальності та можливого ризику [«Про концесії». Закон України від 16.06.1999 року № 997-14 зі змінами відповідно до Закону від 24.10.2002 року № 209-15].

² Розметова О. Г. Концесійний договір як інноваційна форма інвестування санаторно-курортної сфери / О. Г. Розметова // [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://ariu.berdyansk.net/departments/conferences/2005/14S.pdf>>.

будівництво і експлуатація туристичних комплексів та відповідних об'єктів туристичної індустрії, до яких належать пансіонати, бази і будинки відпочинку та інші туристично-оздоровчі заклади;

- можливість здійснювати інвестування в реалізацію довгострокових інвестиційних проектів на об'єктах права державної та комунальної власності у визначених цим законом сферах господарської діяльності;

- стабільність умов концесійних договорів на весь термін їх дії;

- можливість включення до концесійного договору, крім істотних умов, визначених Законом України «Про концесії»¹, інших умов та положень у межах чинного законодавства за згодою сторін;

- право власності на прибуток, отриманий від управління об'єктом концесії, а також на продукцію, отриману в результаті виконання умов договору;

- право на відшкодування витрат, зроблених у зв'язку з поліпшенням майна, отриманого в концесію, за рахунок отриманого прибутку, якщо інше не передбачено концесійним договором;

- можливість отримання пільги щодо концесійних платежів, а також дотацій і компенсації концесіонерам збиткових та низькорентабельних об'єктів концесії, які мають важливе соціальне значення.

Першими концесіями в Україні були автодорожні, зокрема Постановою КМУ від 11.12.1999 року № 2293² до переліку об'єктів права державної власності, які можуть надаватися в концесію внесено 6 проектів автомагістралей. За останні роки було оголошено 3 концесійні конкурси на об'єкти туристично-оздоровчого призначення: два замки та один палац на Львівщині: замок 1484 року в с. Свірж Перемишлянського району; замок XVI—XVII ст. у с. Старе Село Пустомитівського району, а також палац у с. Тартаків Сокальського району. У грудні 2010 року Львівська ОДА віддала в концесію пам'ятку архітектури національного значення — палац у с. Тартаків Сокальського району, угоду підписано на 49 років із приватним інвестором з Волині. Згідно з угодою про концесію концесіонер замку має здійснити першочергові роботи з усунення аварійності на суму близько 3 млн грн.

Щороку в світову економіку через концесійні угоди залучається майже 80 млрд доларів США. Прикладом ефективного

¹ «Про концесії». Закон України від 16.07.1999 № 997-XIV / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=997-14>>.

² «Про затвердження Переліку об'єктів права державної власності, які можуть надаватися в концесію». Постанова Кабінету Міністрів України від 11.12.1999 року № 2293 / [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2293-99-%EF>>.

впровадження механізму концесій у санаторно-курортній сфері є Болгарія, де лише в 2004 році надходження до бюджету через концесійні платежі з курортів сягнули 4,7 млн левів. У Франції, Італії, Іспанії вже понад 30 років дорожнє господарство фінансується здебільшого концесійними капіталовкладеннями. Зокрема, загальна довжина іспанських автобанів, побудованих концесіонерами, перевищує 1000 км. При цьому загальна частка вкладених іноземних інвестицій у дорожнє господарство Іспанії становить 75 % від загального обсягу фінансування галузі¹.

Функцію інформаційного забезпечення туристичної сфери в Україні покладено на Державну службу туризму і курортів (ДСТК), яка підпорядкована Міністерству культури і туризму України. Слід зазначити, що протягом 20 років незалежності відбувається постійна реорганізація центральних органів державного управління в сфері туризму (1993 р. — Державний комітет України з туризму, 1999 р. — Державний комітет молодіжної політики, спорту та туризму, 2001 р. — Державний департамент туризму, 2002 р. — Державна туристична адміністрація України, 2005 р. — Міністерство культури і туризму України, 2006 р. — Державна служба туризму і курортів України, з лютого 2011 р. — Міністерство інфраструктури України), що негативно впливає на розвиток туризму загалом.

В Україні витрати на державну некомерційну рекламу туризму ще жодного разу не перевищили 10 млн грн, унаслідок цього експерти Світового банку у «Звіті про туристичну конкурентоспроможність» присвоїли Україні за показником «визнання туризму пріоритетною галуззю на рівні національних інтересів» 114-е місце в рейтингу зі 128 країн².

Для туриста важлива інформація, яку він знаходить в інформаційному туристичному полі держави. В Україні такого поля не існує, бо не створено відповідних реєстрів як своєрідних банків даних про наявні туристичні ресурси, об'єкти та маршрути. А реєстрів немає, бо немає обліку всіх туристичних ресурсів країни. Цей пласт роботи необхідно здійснювати роками. У 2007 році було зроблено спробу популяризувати унікальні історико-культурні пам'ятки України в рамках проекту «Сім чудес Украї-

¹ Розметова О. Г. Концесійний договір як інноваційна форма інвестування санаторно-курортної сфери / О. Г. Розметова [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://ariu.berdyansk.net/departments/conferences/2005/14S.pdf>.

² Мігущенко Ю. Напрями регулювання структурних диспропорцій в туристичній сфері країн центрально-Східної та південної Європи: досвід для України в контексті розширеної зони вільної торгівлі / Ю. Мігущенко [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://old.niss.gov.ua/Monitor/august08/13.htm>.

ни», складеного за версією оргкомітету всеукраїнської акції. Проте цього недостатньо.

У 2005 році Україна ввійшла до єдиного європейського інформаційного туристичного поля, однак досягти успіхів тут неможливо з огляду на перелічені причини. Україна й досі закрита для іноземного туриста з точки зору надання йому системної й постійної інформації про туристичні можливості країни.

Отже, для стимулювання інвестування в туристичну сферу України необхідні такі заходи:

1) визначити пріоритети інвестиційної діяльності суб'єктів туристичної індустрії;

2) відпрацювати механізм залучення прямих іноземних інвестицій у туристичну галузь, в тому числі для будівництва нових та реконструкції існуючих готелів для підготовки до чемпіонату Європи 2012 року з футболу;

3) ініціювати законопроект щодо зменшення ставки ПДВ на готельні послуги з метою підвищення конкурентоспроможності українського туристичного продукту;

4) внести зміни до Закону України «Про податок на додану вартість» з метою відновлення для туристичних підприємств, які здійснюють експорт послуг, нульової ставки ПДВ, що стимулюватимуть розвиток в'їзного туризму;

5) сприяти розробленню законопроекту про створення спеціальних економічних зон туристично-рекреаційного типу з особливим режимом інвестиційної діяльності;

6) необхідно розробити пропозиції щодо спрощення обчислювальної бази оподаткування, диференціації принципів оподаткування за видами туризму, зниженню податкового тиску на туристичні фірми;

7) необхідно здійснити наукові дослідження та звернутися до іноземного досвіду в плані вдосконалення нормативно-правової бази та розроблення ефективного механізму приватизаційної й концесійної діяльності в сфері туризму.

5.7. Розвиток арт-інвестування

О. М. Юркевич

Твори мистецтва є одним із інструментів, які можуть виступати об'єктом вкладання капіталу. Арт-інвестування (інвестування у твори мистецтва) як альтернативний вид інвестиційної діяльно-

сті поки не набуло достатнього поширення. Проте арт-активи за останні 50 років продемонстрували здатність за дохідністю перевищити низку інших активів.

Види мистецтва розподіляють на три групи: просторово-часові (танок, акторське мистецтво, кіно, театр), часові (що виражаються словом і музикою) та образотворче мистецтво (живопис, скульптура, графіка тощо)¹.

Серед видів творів мистецтва найбільший потенціал до генерації прибутку — у творів живопису. За ними в рейтингу, складеному професором Принстонського університету Джоном Мал-ріджем, якщо систематизував твори всіх видів мистецтва, розташувавши їх за прибутковістю, ідуть кіно твори, скульптура, художні ювелірні вироби, художні предмети побуту тощо² (рис. 5.15).



Рис. 5.15. Рейтинг творів мистецтва за потенціалом генерування доходу*

* Розроблено автором за матеріалами джерела [193].

Найчастіше об'єктом інвестиційної діяльності є живописні, графічні та скульптурні твори, фотографія, антикваріат, кіно- і музичні твори та театральні постановки³.

Робота театрів, філармоній, видання літературних творів, проведення перформансів у переважній більшості випадків залишається неприбутковою діяльністю і потребує масштабної спонсорської підтримки на кожному етапі, натомість твори образотвор-

¹ [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.skatepress.com>>.

² [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.fineartinvestments.org>>.

³ *Побожій С.* Банкіри і банківський капітал на арт-ринку / С. Побожій // Галерея. — 2006. — № 4 (26). — С. 9.

чого мистецтва є предметами аукціонної торгівлі, яка широко впроваджується у країнах із розвинуеною економікою.

Щоб серед усієї сукупності творів мистецтва виокремити ті, які потенційно можуть виступати об'єктами арт-інвестування, визначимо їх як «інвестиційні твори мистецтва». Коли твір мистецтва стає об'єктом інвестиційної діяльності, він розглядається як фінансово-економічний інструмент. Розглянемо арт-інвестування на прикладі творів живопису, адже саме цей вид творів мистецтва як об'єкт інвестиційної діяльності набув найбільшого розвитку. Так, на живопис припадає приблизно 60 % лотів на торгах найбільших у світі аукціонів Christie's та Sotheby's.

Інвестиційний твір мистецтва має відповідати таким основним характеристикам:

- відкритий доступ твору на арт-ринок;
- ціна твору має потенціал до зростання в часі;
- фізичний стан має забезпечити можливість зберігання твору не менш як 10 років (середній мінімальний термін арт-інвестиційного циклу);
- легальність;
- оригінальність.

Ураховуючи специфіку творів мистецтва, їхню оригінальність та неповторність, які їхніми важливими стали характеристиками, арт-інвестування належить до інноваційних та інтелектуальних інвестицій, що впливають з авторського, винахідницького і патентного прав. Об'єкти арт-інвестування наведено на рис. 5.16.

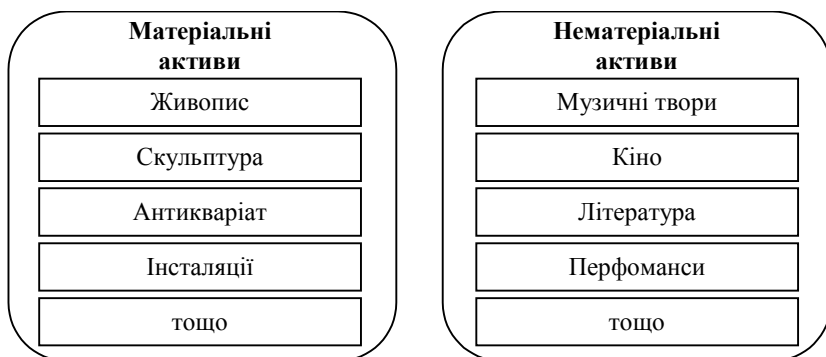


Рис. 5.16. Об'єкти арт-інвестування*

* Розроблено автором.

Арт-інвестування є одним із основних видів розміщення капіталу у творах мистецтва (рис. 5.17).

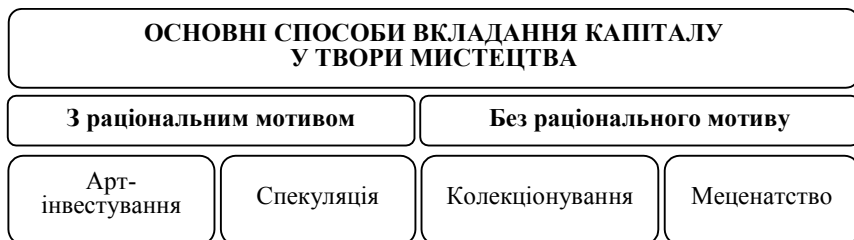


Рис. 5.17. Способи вкладання капіталу в твори мистецтва*

* Розроблено автором.

Спекуляція організується за принципом «купити дешевше — продати дорожче». Своєю чергою, метою арт-інвестування є отримання доходу на достатньо високому рівні. Спекулянти мають на меті швидко отримання доходу. Ураховуючи специфіку арт-інвестування, термін спекуляції може розтягнутися до року. Утім, спекулянти, як правило, «роздмухують» ціну на твір шляхом широкого піару та інших методів, що спрямовані на підвищення провенансу¹ в ціні твору. Можна сказати, що спекуляція в такому разі відбувається не з самим твором, а передусім із його провенансом.

Більш радикально арт-інвестування відрізняється від колекціонування та меценатства. Так, колекціонування — це діяльність, в основі якої лежить збирання, систематизація, вивчення колекції предметів, що мають певну цінність принаймні для самого колекціонера. Стратегія колекціонування полягає у розміщенні приватного чи державного капіталу в активи, без раціонального планування виходу таких інвестицій (їх продажу). Саме наявністю раціональних цілей арт-інвестування й відрізняється від колекціонування². Колекціонери виходять лише з особистим естетичним, емоційним, патріотичним тощо мотивів.

Слід відзначити особливу роль колекціонерів у арт-інвестуванні, адже саме вони найчастіше виступають покупцями тво-

¹ Провенанс — це історія твору мистецтва, яка включає дані про його екс-власників, його неофіційна популярність, частота згадувань у літературних, публіцистичних тощо джерелах, це вся інформація, яка може будь-яким чином вплинути на цінність твору мистецтва і його характеристику.

² [Електронний ресурс]. — Доступно з: <[http:// www.slovari.yandex.ru](http://www.slovari.yandex.ru)>.

рів мистецтва — останньою інстанцією в циклі їх обігу на арт-ринку. Крім того, кількість й активність колекціонерів на певному арт-ринку свідчить про його розвиток у певному регіоні (табл. 5.19).

Таблиця 5.19

**ТОР-200 КОЛЕКЦІОНЕРІВ ТВОРІВ МИСТЕЦТВА
ЗА ВЕРСІЄЮ ЖУРНАЛУ ARTNEWS***

Країна	Кількість колекціонерів у рейтингу
США	106
Німеччина	14
Велика Британія	13
Швейцарія	12
Франція	9
Іспанія	4
Італія	4
Канада	4
Нідерланди	4
Росія	3
Україна	1 (Віктор Пінчук)
Інші країни	26

* Джерело: [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.kunstam.com>>.

Меценатство — це благодійність, пов'язана з підтримкою культури, мистецтва чи науки. Якщо колекціонер схильний до володіння тим об'єктом, в який він вкладає кошти, то меценат обмежується лише вкладанням коштів без жодної прямої віддачі, отримуючи натомість моральну реалізацію. Одним із відносно раціональних мотивів діяльності мецената є підвищення його іміджу. Арт-інвестування і меценатство є двома полюсами.

Для повноцінного розвитку арт-інвестування необхідний належний розвиток арт ринку в даному регіоні, який би забезпечував усю необхідну інфраструктуру. Безумовно, рівень розвитку арт-інвестування незрівнянно менший за інвестування у засоби виробництва, нерухомість тощо. Це стверджує В. Соловійов, констатує, що арт-інвестування «залишилося осторонь від впливу

супільної еволюції»¹. Повільність процесу залучення творів мистецтва до переліку об'єктів інвестування пояснюється й тим, що арт-інвестування донині залишається альтернативним видом інвестиційної діяльності, й інтерес до нього з'являється лише у разі наявності у потенційного інвестора вільного капіталу.

За періодом інвестування арт-інвестиції можна розподілити на короткострокові і довгострокові. Стандартно тривалість короткострокових інвестицій не перевищує одного року. У разі арт-інвестування терміни триваліші. Так, якщо термін інвестицій у твори мистецтва становить 5—10 років, їх, за оцінками експертів, можна вважати короткостроковими, а понад 10 років — довгостроковими. Деякі учасники ринку пропонують дещо іншу систематизацію: короткострокові — 5—10 років, середньострокові — 10—20 років, довгострокові — від 20 років.

За умови цілеспрямованого інвестування у твори мистецтва термін інвестиційної угоди найчастіше не перевищує 10 років². Пов'язано це зі стратегічними змінами у бізнесі інвестора. Так, раз на десятиліття трапляються фінансові кризи світового чи регіонального масштабу, що змушують інвестора переглянути активи та пріоритети у своїх інвестиційних стратегіях. Іншим важливим чинником є реорганізація компанії чи фонду, в активі яких присутні твори мистецтва. За даними аналітика арт-ринку С. Скатерщикова, 40 % творів мистецтва, виведених на арт-ринок подібного роду інституціями, опиняються на ньому через реорганізацію цих компаній³.

Довгострокові інвестиції характерні для приватних колекцій, коли процедури купівлі/продажу творів мистецтва з власних колекцій відбуваються за їх переходу у спадщину, коли набувачі прав на колекції мистецтва чи антикваріату їх реорганізують.

Разом із тим наголосимо, що визначені терміни справедливі, лише якщо об'єктом арт-інвестування виступають матеріальні цінності, ціна яких на спеціалізованих ринках систематично зростає. Але, по-перше, можливі непередбачувані чинники, здатні суттєво як зменшити їхню вартість (війни, революції, економічні кризи тощо), так і підняти її (смерть автора твору; його визнання; утвердження моди на певний стиль, митця чи епоху). У такому разі можливе значне скорочення терміну інвестиційного проекту.

¹ Скатерщиков С. Руководство по инвестированию на рынке предметов искусства / С. Скатерщиков. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. — 224 с.

² [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.forbesrussia.ru/forbes/issue/2009-11/28287-vypusk-2009>>.

³ Скатерщиков С. Руководство по инвестированию на рынке предметов искусства / С. Скатерщиков. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. — 224 с.

За формою власності арт-інвестування належать до приватних інвестицій, і лише у виняткових випадках може бути державним, адже держава не ставить перед собою цілі отримання прибутку від придбання творів мистецтва. Таким чином, у більшості випадків, якщо джерелом арт-інвестування виступають бюджетні кошти — цей проект набуває рис меценатства чи іншого виду вкладання коштів без мети з отримання прибутку. Джерелами приватного арт-інвестування виступають фонди, приватні та корпоративні кошти, галереї, підприємства недержавної форми власності, неурядові організації тощо.

Суб'єкти арт-інвестування. Продавцями творів мистецтва в арт-інвестуванні виступають передусім їхні автори чи особи, які згідно із законодавством мають право розпорядження ними. Вони власне і формують так званий продаж твору «першого порядку», коли твір продається вперше. Продаж другого порядку (перепродаж) відбувається, коли його продає інвестор за ціною, вигідною для нього самого. Пропозиція творів мистецтва на арт-ринку дорівнює сукупній пропозиції творів мистецтва при їх продажу першого і другого порядків. Власне арт-інвестування розпочинається з моменту купівлі твору мистецтва інвестором з метою подальшого перепродажу.

Покупцями творів мистецтва можуть виступати: інвестори, колекціонери, держава. Принципова різниця між ними полягає у мотивації купівлі твору мистецтва.

Головним актором на ринку арт-інвестування є арт-інвестор — фізична або юридична особа, що здійснює інвестування у твір мистецтва. За своєю суттю арт-інвестор нічим не відрізняється від інвесторів, які займаються іншими видами інвестиційної діяльності. До того ж арт-інвестору не потрібні отримувати специфічних ліцензій, дозволи тощо на проведення арт-інвестицій, що спрощує його позицію порівняно з іншими інвесторами.

Мотивація арт-інвестора залежить від того, на яких функціях твору мистецтва він робить акцент: збільшенні вартості із плином часу, естетичній, акумулюванні капіталу тощо.

Так, якщо мета інвестора — отримання прибутку від інвестування коштів у твір мистецтва, він буде позиціонувати його передусім як товар, який збільшує свою ціну із плином часу. Відповідно до цього інвестор отримує прибуток у результаті вигідного перепродажу твору. З іншого боку, можливий варіант купівлі інвестором творів з метою подальшого передання їх третім особам на умовах оренди. У такому разі інвестор отримує надходження у вигляді плати за оренду, до того ж, залишає за собою право на продаж твору мистецтва.

Найчастіше арт-інвестори ставлять перед собою такі цілі:

- отримання прибутку;
- альтернативне розміщення капіталу (хеджування потенційних ризиків);
- інвестування в культурний розвиток (естетизація).

За третього варіанта надходження інвестора складаються не лише з грошових коштів, а й у вигляді так званого «естетичного капіталу», який не піддається оцінюванню. У такому разі, придбавши твори, інвестор прагне задовольнити естетичні смаки певної групи людей або власні¹.

Основним мотивом арт-інвестора (фізичної особи) є отримання надприбутку, тоді як інвестиційний фонд, що займається арт-інвестуванням, використовує твори мистецтва переважно задля диверсифікації активів. Існують нечисленні приклади фондів, основною формою діяльності яких є торгівля творами мистецтва.

У країнах із розвинуеною економікою держава виступає активним учасником арт-ринку, прагнучи сконцентрувати у своїй власності якомога більше творів мистецтва.

Залучення посередника в процес арт-інвестування є додатковим важливим чинником, який сприяє організації цієї діяльності. Найпопулярніших посередників арт-інвестиційної діяльності можна згрупувати (табл. 5.20).

Таблиця 5.20

СУБ'ЄКТИ АРТ ІНВЕСТУВАННЯ, ОБ'ЄКТОМ ЯКОГО ВИСТУПАЮТЬ ТВОРИ ОБРАЗОТВОРЧОГО МИСТЕЦТВА*

Власник твору мистецтва	Посередник	Інвестор
Автор твору Фізична або юридична особа, що має право розпоряджатись матеріальним правом на твір мистецтва	<ul style="list-style-type: none"> • Арт-менеджер • Дилер • Брокер • Галерея • Аукціонний дім • Банк • Арт-інвестор 	Приватний: <ul style="list-style-type: none"> • Приватна особа; • Фонд; • Галерея
		Державний: <ul style="list-style-type: none"> • Міністерство культури України • Музеї Інші державні установи

* Розроблено автором.

¹ [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.art-finance.ru/analitika/3>>.

Особливістю посередників у арт-інвестуванні є їхня кардинальна функціональна відмінність залежно від виду мистецтва, до якого належить об'єкт арт-інвестування. Через те, що функції посередника арт-бізнесу виходять за рамки однієї професії, посередник часто виступає лише як організатор процесу арт-інвестування, залучаючи для кожної операції окремого спеціаліста. Загалом посередників можна поділити на приватних та колективних.

В арт-інвестуванні, об'єктом якого виступають твори образотворчого мистецтва, приватними посередниками є переважно арт-менеджери і дилери¹. Арт-менеджер — професійний учасник арт-ринку, що працює за дорученням клієнта (власне інвестора). Його діяльність полягає у:

- посередництві (сприянні укладанню угод між клієнтом та третіми особами);
- укладанні угод для клієнта, організації та реалізації арт-інвестування;
- здійсненні для клієнта комплексу інших необхідних заходів: страхування, юридичне оформлення, транспортування тощо.

Професійний арт-менеджер має розумітися як на мистецтвознавстві, так і на фінансових питаннях. Через вельми контрастну комбінацію умінь їхня діяльність, як правило, спрямована не на самостійне прийняття рішень, а на залучення спеціалістів для більш адекватної організації інвестиційної діяльності². Вони залучаються переважно в арт-галереї, банки (де розвинена послуга арт-банкінга), аукціони та інвестиційні фонди, що здійснюють арт інвестування.

Найпоширенішим посередником серед суб'єктів арт-інвестування є дилери, які виступають головною рушійною силою арт-ринку. За оцінками Artprice, на світовому арт-ринку фігурує близько 71 тис. арт-дилерів, з урахуванням галерей, брокерів (що беруть твори на комісію) та агентів окремих митців. При цьому близько 75 % ринкового обігу охоплюють не більш як 4 тис. найбільших арт-дилерів.

Арт-дилер — юридична чи фізична особа, професійний учасник арт-ринку, що має право здійснювати операції з творами мистецтва від свого імені і за свій рахунок і має ліцензію на здійснення такого виду діяльності. У табл. 5.21 наведено конкурентні

¹ *Побожій С.* Банкіри і банківський капітал на арт-ринку. / С. Побожій// Галерея. — 2006. — № 4 (26).

² *Святенко А.* Гарні інвестиції. Новий для України фінансовий інструмент — арт-банкінг / А. Святенко // Дзеркало тижня. — 2008. — № 45 (724).

переваги дилерської моделі продажу творів мистецтв на арт-ринку.

Таблиця 5.21

КОНКУРЕНТНІ ПЕРЕВАГИ АРТ-ДИЛЕРА ПЕРЕД ІНШИМИ ФОРМАМИ ОРГАНІЗАЦІЇ ПРОДАЖУ ТВОРІВ МИСТЕЦТВА*

Форма доступу на ринок	Переваги дилерської моделі
Аукціон	<ul style="list-style-type: none"> • відсутність комісії; • відсутність плати за розміщення твору в коата лоза та зобов'язаний застраховувати твір на час аукціону; • оперативність; • збереження конфіденційності
Виставка	<ul style="list-style-type: none"> • необов'язково приймати рішення про продаж лише в час проведення виставки; • достатній обсяг часу для вивчення роботи після її купівлі; • відсутність витрат на транспортування, страхування творів
Купівля у студії митця	<ul style="list-style-type: none"> • можливість оформлювати угоди про купівлю одночасно з кількома митцями; • можливість і купівлі, і продажу; • суб'єктивне «відсіювання» неякісних творів

* Джерело: [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.kunstam.com>>.

Зазначимо, що дилерський бізнес більш ризикований, ніж аукціонний, попри високий рівень експертизи. Додатковою вадою дилерського бізнесу є порівняно вузька спеціалізація і локалізація в межах однієї країни. Цей та інші чинники спричинилися до того, що джерелом близько 38 % творів мистецтва, що продаються за посередництва арт-дилерів, стали аукціони¹.

Не зважаючи на популярність такого виду бізнесу, за даними Kunst Asset Management, в світі є лише дві компанії, які публічно займаються дилерством: Partridge Fine Arts PLS (Англія), ARTEMIS Fine Arts S.A. (реєстрація — Люксембург).

Арт-дилерський бізнес не має міжнародних глобальних лідерів на кшталт інвестиційних банків чи аукціонних домів. За умов погано розвиненої інфраструктури арт-ринку функції згаданих посередників виконує власник арт-галереї. Подібна ситуація спостерігається в Україні.

¹ [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.art-finance.ru/list/analitika/1>>.

Певні посередники функціонують лише як юридичні особи, серед яких найактивнішими є: аукціони, галереї, арт-банки, фонди, інші фінустанови.

Серед аукціонів на світовому арт-ринку беззаперечно домінують Sotheby's і Christie's, сукупна частка яких становить 27 % від обсягу всіх аукціонних продаж у світі. Далі йдуть Phillips de Pury (6 %) та Bonhams (5 %). Назагал у світі приблизно 5 тисяч аукціонних домів різного рівня. Усі аукціони за своїм впливом на арт-ринок світу чи певної країни розподілені на кілька рівнів.

Перший — найвищий — Sotheby's та Christie's, які впливають на рівень цін на арт-активи та задають світові тенденції на арт-ринку. До другого рівня належать національні лідери: Bonhams та McDugalls (Велика Британія), Artcurial та Drouot (Франція), Villa Grisebach (Німеччина), Kornfeld (Швейцарія) тощо. Третій рівень включає регіональні аукціонні домів, які найчастіше за все спеціалізуються на певних сферах чи видах мистецтва.

Річний обіг Sotheby's становить \$2—2,2 млрд, він проводить приблизно тисячу аукціонів на рік. Річний обіг Christies у 2009 році сягнув \$4,67 млрд, своєю чергою, він провів понад 600 аукціонів.

Комісійні на аукціонах коливаються від 6 % до 25 % залежно від вартості твору мистецтва, самого покупця, рівня активності самих торгів.

Художня галерея — простір, призначений для демонстрації образотворчого мистецтва. Як правило, твори, що експонуються, пропонуються для продажу. Найбільша перевага художньої галереї перед аукціоном у тому, що покупець має більше часу на остаточне рішення про купівлю твору мистецтва. Крім того, за ситуації, коли твір купують з галереї, відсутній ризик завищення ціни, що трапляється на азіотажних аукціонах.

Крім того, система аукціонних домів розбудовується в тих країнах, де вже на належному рівні впорядковано арт-ринок, тоді як арт-галереї в цьому плані більш незалежні. Перевага арт-галерей і в тому, що вони ширше охоплюють арт-ринок і мають більше прав на експериментальні експозиції таких творів, які не можуть виставлятися на аукціонах. Недоліком галерей є достатньо висока можливість того, що твір, придбаний тут буде підробкою.

Залежно від багатьох чинників арт-галереї при прийнятті творів в експозицію з можливістю їх продажу роблять націнку від 10 % до 300 %. Основним джерелом творів мистецтва в галереї є самі митці.

Найменш прибутковим видом арт-інвестування є організація Арт-банку (Art Bank), який надає на умовах оренди твори мистецтва зі свого фонду. Ця сфера діяльності непопулярна серед приватних інвесторів, натомість вона часто виступає інструментом державної політики у сфері популяризації та розвитку мистецтва певної країни.

Перший у світі Арт-банк було створено в Канаді 1972 року, який зайнявся створенням найбільшої в світі колекції сучасного канадського мистецтва. На сьогодні фонд банку налічує приблизно 18 тис. творів мистецтва 2500 авторів. Загальна вартість арт-активів фонду — близько \$ 60 млн. Від 2002 року цей Арт-банк є самоокупним за рахунок впровадженої схеми передавання в оренду творів мистецтва приватним та корпоративним клієнтам. Приміром, у 2007—2008 роках на таких умовах було передано приблизно 6400 творів мистецтва більш як 200 клієнтам банку.

Фінансові установи стають учасниками арт-інвестування в разі, якщо вони впроваджують у своїй діяльності операції з творами мистецтва. Так, найбільші банки Європи та США розвивають арт-банкінг — комплексний супровід інвестицій у твори мистецтва¹. У такому разі банк створює спеціалізований структурний підрозділ, спеціалісти якого надають послуги з формування колекцій творів мистецтва й антикваріату, а також управлінню ними, їх оцінюванню та інвентаризації.

Не менш важливі в арт-інвестуванні й ті посередники, які здійснюють консультативну діяльність на певному його етапі. Так, до посередників належать мистецтвознавці та PR-компанії.

Мистецтвознавець у контексті арт-інвестування виступає експертом, який має право визначити оригінальність твору мистецтва, в певних випадках — його ціну, дати йому необхідні характеристики тощо. Складові провенансу визначаються безпосередньо за висновками мистецтвознавців. Саме мистецтвознавець (експерт) є ключовою особою в оформленні сертифіката, що засвідчує його вартість, легальність та інші необхідні для укладання угоди ознаки.

PR-компанії — public relations у сфері арт-ринку мають особливий характер, який часом стає визначальним у рівні ціни на твір мистецтва. Задля найвигіднішого продажу твору мистецтва

¹ [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.invest-in-art-now.com/art-investments.html>>.

інвестору варто приділити особливу увагу його популяризації, яка б спиралася на перетин його історії та сфери інтересів інвестиційної діяльності потенціального покупця цього активу (музею, приватного колекціонера тощо).

Залежно від міри компетенції посередника змінюється і структура витрат на оформлення угоди про продаж твору мистецтва. Так, якщо твір виставляється на аукціонні торги, оцінювання здійснює сам аукціонний дім, якщо ж організатором продажу виступає інша інституція — можливе спеціалізоване залучення оцінщика. Подібні зміни можуть відбуватися на кожному з етапів, які формують організацію продажу твору мистецтва.

Залежно від терміну володіння твором, його ціни, загальні витрати саме на організацію інвестиційної діяльності мають становити від 10 % до 30 % вартості твору мистецтва¹.

Оскільки кількість інвесторів, які можуть взяти участь в операціях з певним твором мистецтва необмежена, не має меж і сама схема арт-інвестування. Зупинити процес перепродажу твору мистецтва може його знищення чи суттєве пошкодження, потраплення в колекцію, яка перебуває в державній власності (державні колекції не розпродаються), чи воля поточного власника твору не виводити його на арт-ринок.

Кожен інвестор дотримується власних принципів при виборі того чи іншого твору мистецтва для здійснення інвестиційної діяльності. Так, С. Скатерщиков у «Керівництві з інвестування на ринку творів мистецтва» обмежує коло інвестиційних творів мистецтва лише тими, що входять до рейтингу 500 найдорожчих картин світу за рейтингом Kunst Asset Management GmbH. До рейтингу потрапили твори, що були продані на аукціонах від 1974 року. Так, наголошується доцільність арт-інвестування лише у разі, коли його об'єктом виступають твори високої вартості.

Відповідно до цього рейтингу, вартість інвестиційних творів починається від \$ 7,25 млн. Зазначимо: чим дорожчий твір мистецтва, тим менше ризиків у процесі арт-інвестування, об'єктом якого цей твір виступає. Своєю чергою, твори, ціна яких менша за 7 млн дол. США — піддаються маніпулюванню і ринок їх ще недостатньо зрілий. Додамо, що з кожним роком поріг входу в цей рейтинг стає дедалі вищим (табл. 5.22).

¹ Скатерщиков С. Руководство по инвестированию на рынке предметов искусства / С. Скатерщиков. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. — 224 с.

Таблиця 5.22

ДИНАМІКА КАПІТАЛІЗАЦІЇ KUNST ASSET MANAGEMENT TOP-500*

Дата/ Показник	2005	2006	2007	2008
Капіталізація 500 творів, млрд дол. США	8,62	9,33	11,55	13
Приріст, %	5,3	8,3	23,8	12,6
Вхідний поріг у топ-500, \$ млн дол. США	5,3	5,74	6,81	7,25
Підвищення вхідного порогу, %	3,3	8,3	18,6	6,46

* Джерело: [Електронний ресурс]. — Доступно з: < <http://www.skatepress.com> >.

Арт-ринок як сфера здійснення арт-інвестування. Арт-ринок (художній ринок) — це система культурних та економічних відносин, що визначають сферу пропозиції та попиту на твори мистецтва, їхню грошову вартість, а також специфічні види послуг, що пов'язані з його обслуговуванням¹. Існування одного лише арт-ринку ще не свідчить про повноцінний розвиток арт-інвестування. Однак впровадження технологій арт-інвестування свідчить про високий рівень розвитку самого арт-ринку.

Одним з перших деталізованих аналізів арт-ринку можна вважати працю почесного професора Сорбонського університету Антуана Шнайппера, який детально задокументував його організацію у Франції у XVII ст. Він був першим, хто порівняв динаміку цін на твори мистецтва з динамікою цін на нерухомість і з рівнем реальних прибутків різних груп покупців творів мистецтва. Крім того, він описав розподіл доходів між митцями, дилерами, кураторами колекцій та інвесторами на арт-ринку.

Однією з визначальних особливостей арт-ринку порівняно з іншими є протилежна залежність попиту та пропозиції: попит на цьому ринку формується відповідно до пропозиції. Адже покупець на арт-ринку може лише задати певну тенденцію, наслідком якої стане підвищення попиту на той чи інший вид мистецтва, стиль, жанр тощо, однак він не в змозі суттєво вплинути на твори, які з'являються на ринку.

Ця особливість має низку психологічних причин. Так, однозначно з'ясувати потребу потенціальних покупців творів мистецтва неможливо. Адже метою їх створення є не стільки (і не тільки) задоволення потреб споживачів, скільки творча воля самого автора (митця). Під впливом цієї суперечності й формується вар-

¹ [Електронний ресурс]. — Доступно з: <<http://www.slovari.yandex.ru>>.

тість твору мистецтва інвестиційної якості. Верхня межа ціни твору мистецтва визначається передусім потенціалом її збільшення.

Своєю чергою, збільшення вартості твору мистецтва формується під впливом низки чинників: популярність автора твору, самого твору, стилю, техніки та періоду, до якого належить твір, тощо.

Світовий арт-ринок дуже фрагментарний і відмінність арт-ринків у різних регіонах надзвичайна. Через це одним із найважливіших кроків для входу інвестора на певний арт-ринок є його детальний маркетинговий аналіз. Більшість компаній, що займаються арт-інвестуванням, розробляють власну систему індикаторів інвестиційного сегмента ринку предметів мистецтва. Система індикаторів, запропонована Kunst Asset Management GmbH, базується на таких показниках:

- рівень капіталізації ринку творів мистецтва — загальна вартість творів мистецтва, які оперують на ринку;
- індекс ширини ринку — обсяг рейтингу митців, що присутні на арт-ринку;
- індекс глибини ринку — обіг за останні 12 місяців у відсотках від ринкової капіталізації (обіг розраховують як сукупну вартість усіх творів, що внесені в рейтинг Кунст АМ за останні 12 місяців);
- мінімальна ціна твору — мінімальний рівень вартості твору, за якою він допускається на ринок;
- індекс повторних продажів — кількість творів, що були продані два і більше разів упродовж останніх 10 років;
- середня річна дохідність — зміна ринкової капіталізації за відповідний період, що приведена до річних відсотків.

Для детальнішого аналізу використовують індикатори другого рівня:

- ринкова капіталізація окремих митців;
- індекс капіталізації окремих періодів (напрямів) у мистецтві;
- індекс капіталізації сюжетів;
- індекс «популярності» розмірів;
- індекс капіталізації окремих ринків.

Додаткові індекси визначають відповідно до специфіки конкретного арт-ринку.

Однозначної оцінки обсягу арт-ринку не існує. Адже кожен з його учасників як використовує різні методи оцінювання, так і акцентує увагу на різних його показниках. Скажімо, за оцінками Kunst AM, обсяг лише живописного сегмента світового арт-

ринку сягає майже 12,5 трлн дол. США. Але при цьому частка творів мистецтва інвестиційної якості, що перебувають у вільному обігу, не перевищує 2 %, отже обсяг доступного живописного сегмента арт-ринку дав 250 млрд дол. США.

Через специфіку арт-інвестування інтерес до нього зростає саме тоді, коли активність на ринках традиційних видів інвестиційної діяльності йде на спад. Твори мистецтва в такому разі використовують як так звану «схованку для капіталу». Твори мистецтва як об'єкт інвестування мають великий потенціал для розвитку в контексті вітчизняної економіки.

Ураховуючи потенціал до розвитку як арт-ринку, так і арт-інвестування в Україні, подальше становлення цього виду інвестиційної діяльності в нашій країні залежатиме від модернізації нормативно-правової бази, розширення спеціалізації фінансових інститутів та популяризації творів мистецтва об'єктів інвестиційної діяльності.

ПІСЛЯМОВА

У монографії вперше здійснено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової проблеми щодо напрямів активізації інвестиційного процесу в Україні. Реалізація поставленої авторами мети була досягнута із застосуванням наукових методів і полягає у тому, що були сформульовані основні теоретичні засади інвестування, запропоновано механізми активізації інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання, а також розроблено рекомендації щодо збільшення обсягів інвестиційних вкладень в економіку, у тому числі, через виокремлення пріоритетів інвестування: фінансовий ринок, інноваційна сфера, житлових та туристичних комплекси.

Під час дослідження встановлено, що інвестиційний процес потребує постійного поглибленого дослідження, насамперед, з питань обґрунтування інвестиційної стратегії, виборі ефективних форм та напрямів інвестування, а також пошуку нових шляхів активізації інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання в умовах розвитку конкурентоспроможної економіки.

Дослідження інвестиційного процесу має відбуватися з використанням системного підходу, за якого інвестиційний процес має розглядатися, з одного боку, як підсистема економічної системи, а з другого — як окрема система, яка включає в себе сукупність взаємопов'язаних елементів однієї складної динамічної системи — інвестиційної сфери, яка перебуває в стані постійних змін під впливом багатьох внутрішніх і зовнішніх системоутворюючих факторів, направлених на перетворення інвестиційних ресурсів у нові доходні активи — фінансові, реальні та людські.

Запропоновано в царині економічної науки поняття «інвестиційний процес» використовувати у двох напрямках: на мікрорівні (як процес) — це закономірна сукупність послідовних дій (які мають циклічний характер, тобто повторюються) суб'єктів інвестиційної діяльності, спрямована на зміну об'єкту інвестування або його розвиток, з метою отримання результату (доходу); на

макрорівні (як система) — це система економічних відносин (що постійно повторюються), яка включає в себе сукупність взаємопов'язаних елементів однієї складної динамічної системи — інвестиційної сфери, яка перебуває в стані постійних змін під впливом багатьох внутрішніх і зовнішніх системоутворюючих факторів, направлених на перетворення інвестиційних ресурсів суб'єктів господарювання у нові доходні активи — фінансові, реальні та людські.

Досліджуючи вплив інвестиційного процесу на економічний розвиток країни було встановлено, що найбільш ефективними вкладеннями, для найбільшого росту ВВП є переробна промисловість. Вкладення кредитно-інвестиційного портфелю банківської системи України було не ефективним і значною мірою носить споживчий характер. Найбільш ефективним для України на сьогоднішній день було б перерозподіл кредитно-інвестиційного портфелю банків, для формування основного капіталу (що також показав значний кореляційний зв'язок з ВВП) в переробній промисловості. Крім того неефективне використання кредитних ресурсів при формуванні основних фондів дає підставу для перегляду кредитної політики банків, щодо вибору проектів, під які відбувається фінансування.

Висвітлено інструменти інвестиційної політики в системі державного стимулювання економічного розвитку. В умовах зменшення централізованих державних капітальних вкладень оптимальна інвестиційна політика українського уряду повинна проводитися за такими основними напрямками: податкове стимулювання інвестицій, застосування прискореної амортизації, створення сприятливих умов для іноземних інвесторів, підтримання та заохочення інноваційної діяльності.

Визначені характерні особливості державно-приватного партнерства, розкрито сутність застосування цієї форми організації інвестиційного процесу, яка підвищує детальний аналіз ефективності реалізації інвестиційних проектів в Україні, розглянуто зміст, форми та принципи співпраці державного та приватного секторів, проаналізовано необхідність розвитку державно-приватного партнерства як методу позабюджетного інвестування розвитку стратегічно важливих об'єктів для прискорення економічного росту та визначено, що концесія є найбільш сучасною формою державно-приватного партнерства.

Для оптимізації джерел фінансування інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання, а отже й активізації інвестиційного процесу в країні необхідно створити умови для: удосконалення

законодавства, що регулює інвестиційну діяльність, в частині формування інвестиційних ресурсів; стимулювання залучення приватних інвестицій в економіку країни через доходні фінансові інструменти; забезпечення розвитку системи прямих державних інвестицій, зокрема на умовах спільного фінансування, а також забезпечення прозорості процесу державної фінансової підтримки інвестиційних проектів, спрямованих на розв'язання пріоритетних завдань соціально-економічної політики держави, в тому числі, запровадження механізму моніторингу за ефективним використанням бюджетних коштів, наданих для реалізації інвестиційних проектів.

Узагальнюючи проведене дослідження проблематики визначення вартості інвестиційного капіталу, можна зробити ряд висновків та рекомендації, зокрема: оцінка вартості капіталу повинна відбуватись за окремими елементами інвестиційних ресурсів; при визначенні вартості окремих компонентів інвестованого капіталу доцільно враховувати структуру капіталу (вона впливає на кредитний рейтинг компанії і відповідно на вартість залучення позичкового капіталу, на вартість акціонерного капіталу при розрахунку по моделі CAPM вплив відбувається через коефіцієнт β_L); необхідним є проведення інтегральної оцінки вартості капіталу; також оцінка повинна забезпечувати взаємозв'язок поточної та майбутньої вартості інвестиційного капіталу за допомогою розрахунку маржинальної вартості капіталу.

Доведено необхідність використання іпотеки як інструменту формування інвестиційних ресурсів підприємств позитивно позначається на розвитку реального сектора економіки. Це дає можливість підприємствам модернізувати виробництво, що сприяє підвищенню якості і конкурентоспроможності продукції та прискорює темпи економічного розвитку країни.

Аналіз інвестиційної діяльності фізичних осіб засвідчив неоднозначність існуючих тенденцій, глибокі диспропорції між розвитком окремих сегментів ринку, об'єктивні проблеми в залученні заощаджень фізичних осіб. Відповідно, існує нагальна потреба в розробці регуляторних заходів, спрямованих на активізацію інвестиційних процесів через розвиток ринків та інструментів, а саме: нормативне забезпечення наскрізного захисту прав індивідуальних інвесторів; підвищення конкуренції між фінансовими установами; розширення кола та характеристик фінансових інструментів, що можуть бути потенційним об'єктом інвестування для індивідуальних інвесторів.

Досліджено напрями активізації інвестиційної активності у контексті розвитку фінансового ринку. Визначено наступні пропозиції: підвищення капіталізації учасників фінансового ринку та їх конкурентоздатності; подолання дискретності і фрагментарності вітчизняного фінансового ринку; консолідація біржової та депозитарної системи на принципах Європейського союзу; захист прав інвесторів на фінансових ринках; розбудова ринків похідних фінансових інструментів та впровадження новітніх фінансових інструментів та технологій; підвищення ролі інститутів спільного інвестування та недержавного пенсійного забезпечення; реформування системи державного регулювання фінансового ринку.

На основі проведеного дослідження змісту кредитної та інвестиційної діяльності банку конкретизовано визначення кредитно-інвестиційного портфеля банку та визначено особливості його формування в Україні за складом та характером; виділено тенденцію щодо відносного послаблення ролі української держави у формуванні валових заощаджень як економічної основи нарощування кредитно-інвестиційного потенціалу банківської системи та посилення позицій вітчизняного фінансового сектора переважно через кредитну складову активів кредитно-інвестиційного портфеля банків України, що вимагає підсилення його інвестиційної складової за умови подальшого розвитку вітчизняного фондового ринку та стабілізації фінансової ситуації в країні.

Для забезпечення поступального соціально-економічного зростання України в довгостроковій перспективі на засадах використання новітніх наукових досягнень та структурних технологічних змін важливого значення набуває фінансова політика стимулювання інвестиційно-інноваційних процесів, зокрема, ефективне функціонування системи фінансового забезпечення інноваційної діяльності. Для досягнення максимальної ефективності її функціонування доцільно диференціювати джерела та методи фінансування залежно від етапів інноваційної діяльності. Це зумовлено тим, що кожна стадія інноваційного процесу має властиві їм значення наступних параметрів: можливості успішної реалізації інноваційного задуму; тривалість періоду з урахуванням терміну від початку інвестування коштів до отримання прибутку; обсяги залучення необхідних фінансових ресурсів і доцільність впровадження інновацій на суто комерційних засадах. Все це впливає на ступінь ризику інвестицій та вибір методів фінансування (від прямих методів державної фінансової підтримки до комерційного інвестування).

Висвітлено теоретичні аспекти та методичні засади раціональної диверсифікації фінансових активів інвестиційного портфеля інституційного інвестора зважаючи на волатильність спадного ринку у період глобальної фінансової кризи, коли дохідність фінансових активів надто мінлива. За умов фінансової кризи інвесторам та менеджерам потужних інвестиційних портфелів доцільно зважати на переваги поміркованої диверсифікації інвестицій та збереження сталості раціональних складу і структури портфеля упродовж тривалого часу, реалізуючи стратегічний підхід до розміщення інвестиційних ресурсів. Утім, за будь яких обставин, приймаючи інвестиційні рішення слід спиратися на узагальнені результати попередніх досліджень особливостей стану і розвитку країни, галузей, оцінювання впливу різноманітних ринкових і позаринкових чинників.

Досліджено функції та роль в інвестиційному процесі функціональних учасників інвестиційної діяльності. Обґрунтовано розширено перелік суб'єктів, які є функціональними учасниками та виділено відмінні риси від інших учасників із значенням їх переваг в активізації інвестиційного процесу.

У монографії досліджено трактування понять «соціальна сфера» та «соціальні інвестиції», вивчено їх особливості, економічне та соціальне значення для суспільства. З метою активізації інвестування в соціальній сфері проведена спроба підбору оптимального інвестиційного механізму для кожної її окремої складової, для цього проаналізовано стан та динаміку галузей соціальної сфери за останні 10 років.

Визначено напрями розвитку арт-інвестування, яке сприятиме розширенню кола потенційних об'єктів інвестування, формування особливостей, притаманних творам мистецтва, в напрямку ефективних інвестиційних інструментів.

Наукове видання

**МАЙОРОВА Тетяна Володимирівна
ДИБА Михайло Іванович
ОНИШКО Світлана Василівна та ін.**

**АКТИВІЗАЦІЯ
ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ
В УКРАЇНІ**

Колективна монографія

*За науковою редакцією
М. І. Диби, Т. В. Майорової*

*До 15-річчя заснування
кафедри банківських інвестицій*

Редактор *В. Гломозда*
Художник обкладинки *О. Покорницька*
Коректор *С. Фіялка*
Верстка *Я. Ткаченко*

Підписано до друку 20.12.11. Формат 60×84/16. Папір офсет. № 1.
Гарнітура Тип Таймс. Друк офсетний. Ум. друк. арк. 27,90.
Обл.-вид. арк. 31,75. Наклад 300 пр. Зам. № 11-4168

Державний вищий навчальний заклад
«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1

Свідectво про внесення до Державного реєстру
суб'єктів видавничої справи (серія ДК, № 235 від 07.11.2000)

Тел./факс (044) 537-61-41; тел. (044) 537-61-44

E-mail: publish@kneu.kiev.ua

Гарантія відмінних знань

Видавництво КНЕУ, створене 1996 року, є провідним видавцем економічної літератури в Україні.

Видання КНЕУ — це книжки високої якості для студентів та викладачів вищих навчальних закладів, науковців та підприємців.

Видавництво вже випустило у світ понад 1000 найменувань підручників і посібників та регулярно забезпечує своїх читачів новими виданнями.

Якість понад усе

• Літературу видавництва КНЕУ розроблено відповідно до затверджених Міністерством освіти і науки України навчальних програм та вимог Болонської декларації.

• Процес випуску літератури видавництва включає повний цикл підготовки книжок — від розміщення заявки автором до отримання надрукованих примірників. Це гарантує актуальність матеріалів, адекватність їх сучасним умовам ведення бізнесу та перевірку на практиці.

• Видання КНЕУ дають змогу комплексно забезпечити навчальний процес і науковий розвиток студентів, аспірантів та викладачів. Оптимальне поєднання теоретичних матеріалів з практичними прикладами робить видання корисними для працівників підприємств та підприємців.

Видавництво пропонує

- підручники
- навчальні посібники
- навчально-методичні посібники
- курси лекцій
- тренінгові технології
- монографії
- збірники наукових праць
- освітньо-кваліфікаційні характеристики
- освітньо-професійні програми

Основні напрями видань

Міжнародна економіка
Економіка підприємства
Статистика
Менеджмент. Маркетинг
Бухгалтерський облік. Аудит
Фінанси
Банківська справа. Інвестування
Економіка агробізнесу
Право
Точні науки
Суспільні та гуманітарні науки

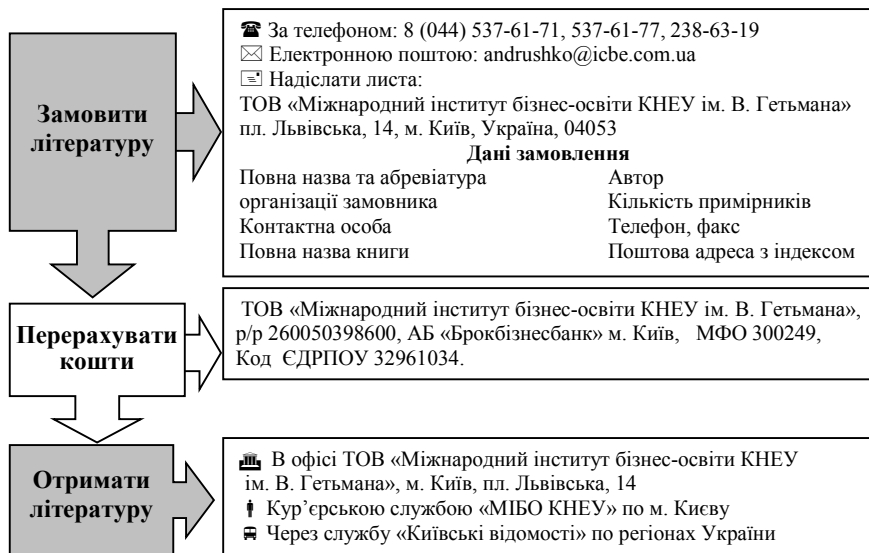
Видавництво КНЕУ імені Вадима Гетьмана
04053, м. Київ, пл. Львівська, 14
тел.: (044) 537-61-44, e-mail: publish@kneu.kiev.ua

Реалізація книжок

ТОВ «Міжнародний інститут бізнес-освіти КНЕУ ім. В. Гетьмана»
04053, м. Київ, пл. Львівська, 14
Тел./факс: (044) 537-61-71, 537-61-77
e-mail: andrushko@icbe.com.ua
www.icbe.com.ua

ОПТОВИЙ ПРОДАЖ

Як придбати літературу



Пропонуємо гнучку систему знижок та вигідні умови співпраці.

Забезпечуємо щотижневe розсилання прайсів та інформації про нові надходження електронною поштою.

Роздрібний продаж літератури в Києві

- пл. Львівська, 14
- вул. Мельникова, 79/81
- просп. Перемоги, 54/1
- вул. Дегтярівська, 49 Г
- Книжковий магазин «Знання», вул. Хрещатик, 44, тел.: 234-22-91
- Книжковий магазин «Сяйво», вул. Червоноармійська, 6, тел.: 235-43-66
- Книжковий магазин «Урожай», просп. 40-річчя Жовтня, 128, тел.: 258-31-87
- Книжковий магазин «Академкнига», вул. Стрітенська, 17, тел.: 272-35-82

Видавництво КНЕУ імені Вадима Гетьмана
 04053, м. Київ, пл. Львівська, 14
 тел.: (044) 537-61-44, e-mail: publish@kneu.kiev.ua

Реалізація книжок

ТОВ «Міжнародний інститут бізнес-освіти КНЕУ ім. В. Гетьмана»
 04053, м. Київ, пл. Львівська, 14
 Тел./факс: (044) 537-61-71, 537-61-77
 e-mail: andrushko@icbe.com.ua
www.icbe.com.ua

АРКВАТ «Кримкнига»

м. Сімферополь, вул. Горького, 5
тел.: (0652) 27-54-87

Книжковий магазин «Буква»

м. Сімферополь, вул. Севастопольська, 6
тел.: (0652) 27-31-53

м. Євпаторія, вул. Фрунзе, 42

тел.: (06569) 331-44

м. Ялта, вул. Гоголя, 24

тел.: (0654) 32-37-41

ВІННИЦЬКА ОБЛ.Магазин «Кобзар»

м. Вінниця, вул. Привокзальна, 2/1

ВОЛИНСЬКА ОБЛ.ТОВ «Знання»

м. Луцьк, пр. Волі, 41
тел./факс: (03322) 423-98

Книгарня «Дім книги»

м. Луцьк, вул. Конякіна, 37-а
тел./факс: (0332) 73-01-59

ДНІПРОПЕТРОВСЬКА ОБЛ.Бібколектор обласний

м. Дніпропетровськ, вул. Кірова, 22
тел.: (056) 778-38-39-ф, 778-25-37

Магазин «Ера»

м. Кривий Ріг, вул. Косіора, 42
тел.: (0564) 712367

Книжковий магазин «Дар»

м. Кривий Ріг, вул. Пухачевського, 75
тел.: (0564) 66-41-88

тел./факс: (0564) 66-01-68

ДОНЕЦЬКА ОБЛ.ПП Ярошенко Н. М.

м. Донецьк, вул. Артема, 84
(приміщення обласної бібліотеки
ім. Н. Крупської)
тел.: (062) 343-88-07

СПД Дротенко

м. Донецьк, вул. Артема, 160
Книжковий ринок, м. Донецьк,
торговий комплекс «Маяк», місце 113
тел./факс: (0622) 22-68-79

ЖИТОМИРСЬКА ОБЛ.«Світ книги»

м. Житомир, вул. Київська, 17/1
тел.: (0412) 47-27-52

ЗАКАРПАТСЬКА ОБЛ.Книгарня «Книги»

м. Ужгород, пр. Свободи, 3
тел.: (0312) 61-36-95

Книгарня «Кобзар»

м. Ужгород, пл. Корятовича, 1
тел.: (03122) 3-35-16

ТОВ «Букініст»

м. Ужгород, вул. Л. Толстого, 4
тел.: (03122) 3-72-18

ЗАПОРІЗЬКА ОБЛ.ТОВ «ЛЕКТОС» ЛТД

м. Запоріжжя, пр. Леніна, 142
тел.: (0612) 13-85-53, (061) 220-09-96

ІВАНО-ФРАНКІВСЬКА ОБЛ.Книгарня

м. Івано-Франківськ, пл. Ринок, 14
тел.: (03422) 2-47-82

ТОВ «Арка»

м. Івано-Франківськ, Вічевий майдан, 3
тел./факс: (0342) 50-14-02, (03422) 3-04-60

КІРОВОГРАДСЬКА ОБЛ.«Книжковий світ»

м. Кіровоград, вул. Набережна, 11

ЛУГАНСЬКА ОБЛ.Глобус-книга

м. Луганськ, вул. Советская, 58
тел./факс: (0642) 53-62-30

ФОП Гречишкін С. І.

м. Луганськ, вул. Леніна, 149-а
тел./факс: (0642) 58-95-28, 59-63-37

ЛЬВІВСЬКА ОБЛ.Книгарня «Глобус»

м. Львів, пл. Галицька, 12
тел.: (0322) 74-01-77

ДКП «Бібліотечний колектор»

м. Львів, вул. Лисенка, 21
тел./факс: (0322) 75-79-86

ТОВ «Ноти»

м. Львів, пр. Шевченка, 16
тел./факс: (0322) 72-67-96

МИКОЛАЇВСЬКА ОБЛ.Книгарня «Книги»

м. Миколаїв, пр. Жовтневий, 338
тел.: (0512) 25-20-41

ТОВ «Ню-Хау»

м. Миколаїв, вул. Фалєєвська, 35А
тел.: (0512) 47-47-97

Книгарня «Книголюб»

м. Миколаїв, пр. Миру, 3
тел.: (0512) 56-72-65

Книгарня «Світ книги»

м. Миколаїв, вул. Б. Морська, 51
тел.: (0512) 67-01-38

АІРП «Миколаїв книги»

м. Миколаїв, пр. Леніна, 122
тел.: (0512) 55-20-93

ОДЕСЬКА ОБЛ.ППП Петров О. Є.

м. Одеса, вул. Гайдара, 66, кв. 99
тел./факс: (0482) 49-23-41;
(0482) 66-17-64

Книжковий магазин «Дім книги»

вул. Дерибасівська, 27
тел.: (048) 728-40-13

ПОЛТАВСЬКА ОБЛ.«Планета»

м. Полтава, вул. Жовтнева, 60А
тел./факс: (05322) 72-019

Книжковий магазин «Роксолана»

м. Кременчук, вул. Перемоги, 26
тел./факс: (0536) 79-85-95, 3-20-64

РІВНЕНСЬКА ОБЛ.ОККП «Рівнекнига»

м. Рівне, вул. Островського, 16
тел.: (0362) 22-41-05

СУМСЬКА ОБЛ.ТОВ «Прометей»

м. Суми, вул. Інтернаціоналістів, 18

ТЕРНОПІЛЬСЬКА ОБЛ.СМП «Карт-бланш»

вул. Дорошенка, 16
тел./факс: (0352) 43-55-44

ХАРКІВСЬКА ОБЛ.АВІОНІКА-Харків

м. Харків, вул. Сумська, 51
тел.: (057) 714-26-75

ПП Антаков А. П.

Книжковий ринок «Райський уголок»
м. Харків, пр. Кравцова, 19, 2 ряд, 22 м.
тел.: (067) 390-62-82, 8(050) 594-5840

Книжковий парк «Центральний»

м. Харків, пл. Р. Люксембург, 10,
тел.: (057) 759-02-99, 754-33-01

ХЕРСОНСЬКА ОБЛ.Магазин «Учбова книга»

м. Херсон, вул. Декабристів, 22
тел.: (0552) 26-22-10
вул. Кулика, 135, тел.: (0552) 55-54-01

Книгарня «Книжковий ряд»

м. Херсон, вул. Леніна, 14/16
тел.: (0552) 22-14-56

ХМЕЛЬНИЦЬКА ОБЛ.ТОВ «Книжковий світ»

м. Хмельницький, вул. Подільська, 25
тел.: (03822) 65-60-73, 26-60-73

ХОП «Школяр»

м. Хмельницький, вул. Щербаківа, 4
тел.: (03822) 3-03-90

ЧЕРКАСЬКА ОБЛ.«Будинок книги»

вул. Хрещатик, 200
тел.: (0472) 45-99-20

ДТП «Світloch»

вул. Байди Вишневецького, 38
тел.: (0472) 32-92-78

Магазин «Інтелектуальної книги»

м. Черкаси, вул. Леніна, 31/1
тел.: (0472) 32-14-53

ЧЕРНІВЕЦЬКА ОБЛ.«Чернівецький обласний бібліотекар»

вул. Шептицького, 23
тел.: (0372) 52-62-10

КП «Чернівецькнига»

м. Чернівці, вул. Шептицького, 23
тел.: (0372) 52-23-13

КП «Технічна книга»

вул. О. Кобилянської, 45
тел.: (03722) 2-74-96, факс: 2-71-64

ЧЕРНІГІВСЬКА ОБЛ.КТП «Будинок книги»

м. Чернігів, пр. Миру, 45

Тип книги	Назва	Автор	Кількість сторінок	Рік видання
ЕКОНОМІКА				
НП	Економіка праці	Завиновська Г. О.	304	2007
НП	Економіка державного сектора	Малий І.Й., Галубарда М.К.	280	2007
НП	Політична економія	Кривенко К.Т. та ін.	512	2008
МІЖНАРОДНА ЕКОНОМІКА				
М	Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах глобалізації економічного розвитку. Т.1. У 2-х томах	Лук'яненко Д.Г., Поручник А.М. та ін.	816	2006
М	Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах глобалізації економічного розвитку. Т.2. У 2-х томах	Лук'яненко Д.Г., Поручник А.М. та ін.	592	2006
М	Глобальна економіка XXI ст.: людський вимір	Лук'яненко Д.Г. та ін.	424	2009
М	Глобальні стратегії Євросоюзу	Білоус О.Г. та ін.	536	2009
М	Мобілізаційний розвиток націонал.економ. в умовах глобалізму	Токар В.В.	144	2009
НМП	Міжнародна інвестиційна діяльність	Руденко Л.В. та ін.	168	2008
НМП	Міжнародний менеджмент	Панченко С.Г.	468	2007
НП	Управлінська результативність в міжнародному бізнесі	Білошапка В.А.	216	2009
НП	Глобальна економіка	Кальченко Т.В.	368	2009
ЕКОНОМІКА ПІДПРИЄМСТВ, ЕКОНОМІЧНИЙ АНАЛІЗ				
НП	Бізнес-діагностика підприємства	Швиданенко Г. О. Та ін.	344	2007
НП	Управління капіталом підприємства	Швиданенко Г.О. та ін.	440	2007
П	Економіка підприємства 4-е вид.	Швиданенко Г.О. та ін.	824	2009
НП	Контролінг	Швиданенко Г.О. та ін.	264	2009
М	Управління підприємствами: сучасні тенденції розвитку	Гончарова Н.П. та ін.	288	2006
НП	Бізнес-тренінги для економістів	Бутенко Н.Ю. та ін.	306	2007
НП	Антикризове управління підприємством	Шершньова З. Є.	680	2007
М	Інноваційне підприємництво у трансформаційній економіці	Павленко І. А.	248	2007
НП	Потенціал підприємства	Федонін О.С. та ін.	316	2007
НП	Управління конкурентоспроможністю підприємства	Клименко С.М. та ін.	520	2008
НМП	Управління конкурентоспроможністю підприємства	Омельяненко Т.В. та ін.	272	2009
М	Організаційне проектування підприємств	Кукоба В.П.	272	2009
НП	Управління антикризовою діяльністю підприємства	Кукоба В.П.	400	2009
ЕКОНОМІКА АГРОБІЗНЕСУ				
М	Капіталізація сільського господарства: стан та економічне регулювання розвитку	Андрійчук В.Г.	216	2007
ДЕРЖАВНЕ УПРАВЛІННЯ				
НП	Державне регулювання економіки	Чистов С. М. та ін.	440	2006
НМП	Ціни та цінова політика	Тормоса Ю.Г.	92	2006
П	Макроекономіка	Савченко А. Г	448	2007
НМП	Макроекономіка	Савченко А.Г. та ін.	256	2008
МЕНЕДЖМЕНТ				
НМП	Управління якістю	Вакулєнко А.В.	167	2006
НМП	Операційний менеджмент.	Задорожна Н. В. та ін.	236	2006
НП	Кредитний менеджмент	Мороз А.М. та ін.	400	2009
НП	Зб. Ситуаційних вправ з дисциплін управлінського спрямування	Вакулєнко А. В. та ін.	200	2006
НП	Менеджмент персоналу	Данок В. М., Петюх В. М.	398	2006
НП	Організація праці менеджера	Данок В.М	276	2006
УПРАВЛІННЯ ПЕРСОНАЛОМ				
П	Економіка праці та соціально-трудові відносини	Колот А.М.	712	2009
НП	Організація праці	Данок В.М.	336	2009

НМП	Ринок праці	Васильченко В.С. та ін.	228	2006
П	Мотивація персоналу	Колот А. М.	337	2006
НМП	Інформ.системи в управлінні персоналом та економіці праці	Писаревська Т. А. Та ін.	284	2006
НМП	Управління персоналом	Петюх В.М. та ін	320	2006
М	Глобальні асиметрії економічного розвитку	Столярчук Я.М.	304	2009
НП	Технології управління персоналом	Цимбалюк С.О.	360	2009
МАРКЕТИНГ				
НП	Маркетинг послуг	Мальченко В.М.	360	2007
НМП	Інфраструктура товарного ринку	Савощенко А.С.та ін.	376	2007
П	Маркетингові дослідження	Войчак А.В.та ін.	408	2007
П	Логістика	Кальченко А. Г.	284	2007
НП	Рекламний креатив	Примак Т. О.	328	2006
НМП	Інфраструктура товарного ринку	Савощенко А.С.та ін.	376	2007
М	Маркетинг в українській економіці	Лилик І.В.	240	2009
М	Система маркетингових досліджень	Федорченко А.В.	272	2009
М	Маркетинг в АПК України в умовах глобалізації	Сранкін О.О.	424	2009
ФІНАНСИ				
НП	Фінансовий менеджмент у малому бізнесі	Буряк Л.Д	432	2007
НМП	Фінансовий ринок	Сутормина В. М. та ін.	176	2008
НМП	Фінанси	Романенко О.Р.та ін.	388	2007
НП	Фінанси страхових організацій	Гаманкова О. О.	328	2007
М	Ринок страхових послуг України	Гаманкова О. О.	284	2009
НП	Фінанси	Опарін В. М.	240	2007
П	Страховання	Осадець С.С.	604	2006
П	Страхові послуги	Осадець С.С.	464	2007
М	Податковий борг в Україні: причини, наслідки, менеджмент	Тимченко О.М.	232	2009
П	Фінанси підприємств	Поддєрьогін А. М. та ін	552	2007
П	Управління фінансовою санацією підприємств	Терещенко О.О.	552	2009
НМП	Фінансова діяльність суб'єктів господарювання	Терещенко О.О. та ін.	312	2009
НП	Фінансовий аналіз	Білик М.Д.	592	2009
БАНКІВСЬКА СПРАВА, ІНВЕСТИЦІЇ				
П	Фінансовий та управлінський облік у банках	Кіндрацька Л.М.	816	2008
НП	Управління банківськими ризиками	Примостка Л.О.	600	2007
НП	Маркетинг у банку	Нікітін А. В.та ін.	432	2006
НП	Ситуаційне моделювання банківської справи	Нікітін А.В.	152	2006
НМ	Збірник задач з аналізу банківської діяльності	Герасимович А.М.	504	2006
НМП	Грошово-кредитні системи зарубіжних країн	Шамова І.В.	160	2007
НП	Аналіз фінансово-господар. діяльності бюджетних установ	Болюх М. А.	344	2008
П	Аналіз банківської діяльності	Герасимович А.М.	600	2006
П	Гроші та кредит	Савлук М.І. та ін.	744	2008
М	Банки в глобальній економіці	Чуб О.О.	344	2009
П	Банківські операції	Мороз А.М.	608	2009
НП	Кредитний менеджмент	Мороз А.М. та ін.	400	2009
НП	Міжнародні розрахунки та валютні операції	Шемет Т.С. та ін.	352	2009
БУХГАЛТЕРСЬКИЙ ОБЛІК, АУДИТ				
НП	Організація та методика аудиту підприємницької діяльності	Петрик О.А.та ін..	472	2008
НП	Управлінський облік	Добровський В.М.та ін.	278	2008
НП	Аудит	Савченко В.Я.	328	2006
НП	Облік діяльності суб'єктів малого підприємництва	Свідерський Є.І.	472	2008
НП	Бухгалтерський облік в галузях економіки	Свідерський Є.І.	240	2009
НП	Бухгалтерський облік для економістів і правознавців	Кузьмінський Ю.А	648	2007
НП	Збірник задач з курсу «Звітність бюджетних установ»	Ткаченко І.Т.	232	2007
НМП	Фінансовий облік-2	Гавриловська Л.М. та ін.	280	2009
НП	Фінансовий облік	Бабиш В. В.та ін.	288	2007
НП	Фінансовий та управлінський облік у банках	Кіндрацька Л.М. та ін.	816	2009
НМП	Облік у банках	Кіндрацька Л.М. та ін.	404	2009

НП	Облік у банках	Снігурська Л.П.	520	2009
НП	Бухгалтерський облік в управлінні підприємством	Сопко В. В.	526	2006
М	Бух. Облік в бюджетних установах: методологія та організація	Свірко С. В.	244	2006
П	Облік і аудит в банках	Герасимович А.М.	536	2006
П	Облік міжнародних операцій	Кузьмиський Ю.А. та ін.	336	2006
М	Облік фінансових інвестицій: методологія та проблеми міжнародної уніфікації	Лук'яненко Л.П. та ін.	172	2006
НП	Організація бухгалтерського обліку в бюджетних установах	Свірко С. В.	380	2006
М	Оцінка в бухгалтерському обліку	Ловінська Л. Г.	256	2006
НП	Податковий облік і звітність	Коцупатрий М.М. та ін.	312	2009
ПРАВО				
НП	Основи правознавства	Опришко В.Ф.	232	2007
НП	Методика викладання права	Чужикова В.Г.	432	2009
НП	Земельне право	Мачуська І.Б.	280	2007
НП	Страхове право	Мачуський В.В.	472	2009
НМП	Міжнародне право	Фастовець А. С.	240	2007
НМП	Митне право	Діхтєвський П.В. та ін.	160	2008
НМП	Теорія держави і права	Федоренко Г.О.	232	2009
НП	Правові основи місцевого самоврядування	Куколевська Ж. Д.	166	2006
НП	Судово-бухгалтерська експертиза	Мумінова-Савіна Г. Г.	204	2006
М	Теоретичні і практичні проблеми правового забезпечення соціально-ек. Та політичного розвитку суспільства і держави	Опришко В.Ф. та ін.	702	2006
М	Уголовно-правові проблеми трансплантації органів і тканин людини і донорства крові в Україні	Чеботарьова Г. В.	180	2006
НП	Цивільне і торгове право зарубіжних країн	Шимон С.І.	240	2006
ВИЩА МАТЕМАТИКА, ІНФОРМАТИКА, ІНФОРМАЦІЙНІ СИСТЕМИ І ТЕХНОЛОГІЇ				
М	Еволюція вітчизняної моделі корпоративного управління	Супрун Н.А.	272	2009
НП	Інженерна та комп'ютерна графіка	Сидоренко В.М.	336	2007
НП	Інтелектуальний аналіз даних	Ситник В.Ф. та ін.	376	2007
НМП	Інформаційні системи і технології в статистиці	Орленко Н. С.	288	2008
НМП	Інформаційні системи і технології на підприємстві	Гужва В.М.	368	2008
НП	Проектування автоматизованих інформаційних систем	Кравченко В.Г.	360	2008
НП	Ризикологія в зовнішньоекономічній діяльності	Вітлінський В.В. та ін.	432	2008
НП	Теорія ймовірності і математична статистика. У 2 ч. Ч.1. 2-ге вид. без змін	Жлуктенко В. І., Наконечний С.І.	304	2007
НП	Теорія ймовірності і математична статистика. У 2 ч. Ч.2. 2-ге вид. без змін	Жлуктенко В.І., Наконечний С.І.	368	2007
Практ	Вища математика У 2-х ч. Ч.1	Лісовська В.П. та ін.	720	2009
СТАТИСТИКА				
НП	Статистика: структурно-логічні схеми та задачі	Єрина А.М. та ін.	304	2007